

数字创意赋能者，云化释放新动能

买入|首次推荐

报告要点:

● 为什么研究万兴科技？我们认为公司是身处优质赛道的稀缺性资产

1) 稀缺性：公司是 A 股市场稀缺的消费类软件标的。消费类软件常常由于其轻资产、高成长性以及进入成熟期后高 ROE 的商业模式特点而备受投资者青睐，然而遍历 A 股的计算机行业，To C 的消费类软件上市公司较少。随着国内商业环境的改善，我们可以期待 Adobe 这样的公司在中国出现。

2) 好赛道：未来是“Video first”的世界，公司作为国产数字创意龙头，成长空间广阔。根据 TechCrunch 的预测，到 2025 年，全球创意软件市场有望接近 100 亿美元。同时，国内版权意识崛起，软件国产化成为趋势，叠加短视频与 Vlog 蓬勃发展带来创作需求增长，为公司带来广阔发展空间。

● 财务角度来看，公司经营健康，股权激励和逆势大规模扩张彰显信心

2016-2020 年，公司营收 CAGR 达 27.61%，毛利率维持在 95%左右，主要费用支出来自于广告宣传费等销售费用。纯软件线上交付模式使得公司回款情况较好，2020 年净现比达 1.56。2021 年 4 月，公司发布股权激励计划草案，全额完成业绩要求对应的未来 5 年收入复合增速目标约为 25%，绑定员工利益的同时彰显发展信心。公司于 2020-2021 年进行大规模招聘，总员工数接近翻倍，有望把握数字创意软件在全球所蕴藏的巨大发展机会。

● 公司的竞争力源自内生和外延两个方面，拥抱鸿蒙成为新的发展契机

公司围绕 Filmora、万兴 PDF 等明星产品打造护城河，产品全家桶已逐步形成。公司通过投资、并购不断完善产品线，完成前瞻布局。公司创意品牌定位清晰，充分利用 Google、百度等搜索引擎的导流能力，自建平台的访问和下载量快速提升。值得关注的是，公司积极拥抱鸿蒙生态，在鸿蒙平板预装的示范效应下，有望推进产品在移动端和国产生态市场的渗透。

● 投资建议与盈利预测

公司是全球领先的新生代数字创意赋能者，紧抓数字创意产业的历史机遇。预计公司 2021-2023 年的营业收入为 12.47、15.71、19.61 亿元，归母净利润为 1.68、2.17、2.74 亿元，EPS 为 1.29、1.67、2.11 元/股，对应 PE 为 42.55、32.91、26.01 倍。目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 54.8 倍，考虑到数字创意赛道处于高速发展期、公司在产品和营销方面的竞争优势、鸿蒙生态有望加速推进公司移动端产品的发展等因素，给予公司 2021 年 55 倍的目标 PE，目标价为 70.95 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

海外业务发展不及预期，行业竞争加剧，付费率提升不及预期，鸿蒙生态推进不及预期，商誉减值。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	703.47	976.48	1247.38	1571.25	1961.28
收入同比(%)	28.78	38.81	27.74	25.96	24.82
归母净利润(百万元)	86.26	125.24	167.59	216.66	274.15
归母净利润同比(%)	4.35	45.19	33.82	29.28	26.53
ROE(%)	11.79	14.69	16.86	18.42	19.51
每股收益(元)	0.66	0.96	1.29	1.67	2.11
市盈率(P/E)	82.66	56.93	42.55	32.91	26.01

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：54.87 元 / 70.95 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：85.5 / 37.92

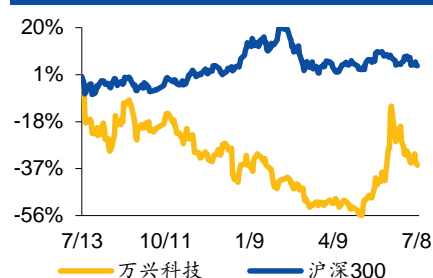
A 股流通股（百万股）：110.67

A 股总股本（百万股）：129.95

流通市值（百万元）：6072.63

总市值（百万元）：7130.19

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1.了解万兴：数字创意龙头，A股稀缺的消费类软件标的	4
1.1 公司发展：生活化科技创想者，十八载历经四阶段	4
1.2 财务分析：营收稳健增长，逆势扩张布局	6
1.2.1 稳健增长：高毛利软件业务，数字创意成增长引擎	6
1.2.2 逆势扩张：人员规模大幅增长，全面布局数字创意赛道	8
1.2.3 股权激励：激发团队活力，现价授予展现发展信心	9
1.3 股权架构及管理层：实控人地位稳固，技术型核心团队	10
2.回师中国：版权意识崛起，数字创意赛道显机会	12
2.1 软件付费分析：正版化带动付费率提升，国内市场发展迅速	12
2.2 数字创意赛道：短视频与 Vlog 蓬勃发展带来创作需求增长	13
3.竞争力分析：内生外延发展，借力鸿蒙生态发展移动端	17
3.1 内生动力：强大的产品能力和营销能力	17
3.1.1 产品力：围绕拳头产品打造全家桶，推进 SaaS 转型	17
3.1.2 营销力：全球知名搜索引擎导流，无限贴近新生代用户	26
3.2 外延发展：产品拼图逐渐完整，前瞻布局未来方向	31
3.2.1 收购亿图：切入办公绘图市场	31
3.2.2 收购墨刀：补足原型图设计空缺	32
3.2.3 收购格像科技：提升视频创意竞争力	33
3.2.4 投资实时 3D 云平台：前瞻布局 AR/VR 市场	34
3.3 鸿蒙生态：牵手华为拥抱鸿蒙，加速推进移动端和国产化	35
4.盈利预测与投资建议	38
5.风险提示	41

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司主要业务及明星产品	5
图 3：公司营业收入及毛利率情况	6
图 4：公司主要产品收入情况（单位：亿元）	7
图 5：归母净利润及净利率情况	8
图 6：各项期间费用率情况	8
图 7：经营性现金流净额与归母净利润对比（单位：亿元）	8
图 8：员工人数及增速情况	9
图 9：研发投入及占比情况	9
图 10：研发人员数量及占比情况	9
图 11：2021 年一季度末公司股权结构	10
图 12：2020 年中国移动应用用户各类型应用内付费意愿调查	12
图 13：公司境内外营业收入结构	13
图 14：2019 年中国手机网民移动应用使用时长占比	14

图 15: 新网民对网络视听应用的使用率变化情况	14
图 16: Vlog 用户参与意愿调查	15
图 17: 2018-2021 年中国 Vlog 用户规模及预测	15
图 18: 手机前置摄像头像素持续提升	15
图 19: 大量移动 APP 将视频创作软件门槛拉底	15
图 20: 抖音日活跃用户情况 (单位: 亿人)	16
图 21: 用户在快手获得收入情况 (单位: 万人)	16
图 22: 万兴喵影 (Filmora) 绿幕抠像界面	19
图 23: 快影、剪映近三个月 App Store 下载量情况	20
图 24: 万兴 PDF 功能一览	22
图 25: G2 Grid® for PDF Editor	22
图 26: 万兴 PDF 企业客户案例	23
图 27: 万兴喵影素材库	26
图 28: 公司营销体系及各部门主要职责	26
图 29: 自建平台网站下载量占访问量比例 (单位: 万次)	27
图 30: Pr (左)、万兴喵影 (中)、爱剪辑 (右) 官网界面对比	29
图 31: Facebook 上“WondershareChallenge”的相关视频	30
图 32: B 站上公司官方账号积极发布视频吸引粉丝	31
图 33: 知乎上公司官方账号较为活跃	31
图 34: 亿图图示 (EdrawMax)	32
图 35: 思维导图 (MindMaster)	32
图 36: 墨刀原型图设计界面	33
图 37: 格像科技部分创意产品	34
图 38: Realibox 实时 3D 云平台	35
图 39: 万兴喵影为 HUAWEI MatePad Pro 唯一预装视频创意软件	36
图 40: 万兴喵影 HD 2.0 版本界面及多屏协同功能展示	37
表 1: 2021 年股权激励基本情况及考核目标	10
表 2: 公司高管团队概况	11
表 3: 各国家未授权 PC 软件安装率及相应商业价值	13
表 4: 公司主要产品类型及相应功能	17
表 5: 公司软件产品情况	18
表 6: 万兴喵影 (Filmora) 满足不同层级使用需求	18
表 7: 中国市场主流视频创意软件对比	21
表 8: 万兴 PDF 与 Adobe Acrobat DC 功能对比	24
表 9: 万兴喵影 (Filmora) 收费情况	25
表 10: 2020 年上半年主要广告服务供应商采购金额与占比情况	28
表 11: 万兴喵影、爱剪辑、快剪辑知乎账号运营情况	31
表 12: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	39
表 13: 可比公司估值情况	39

1.了解万兴：数字创意龙头，A股稀缺的消费类软件标的

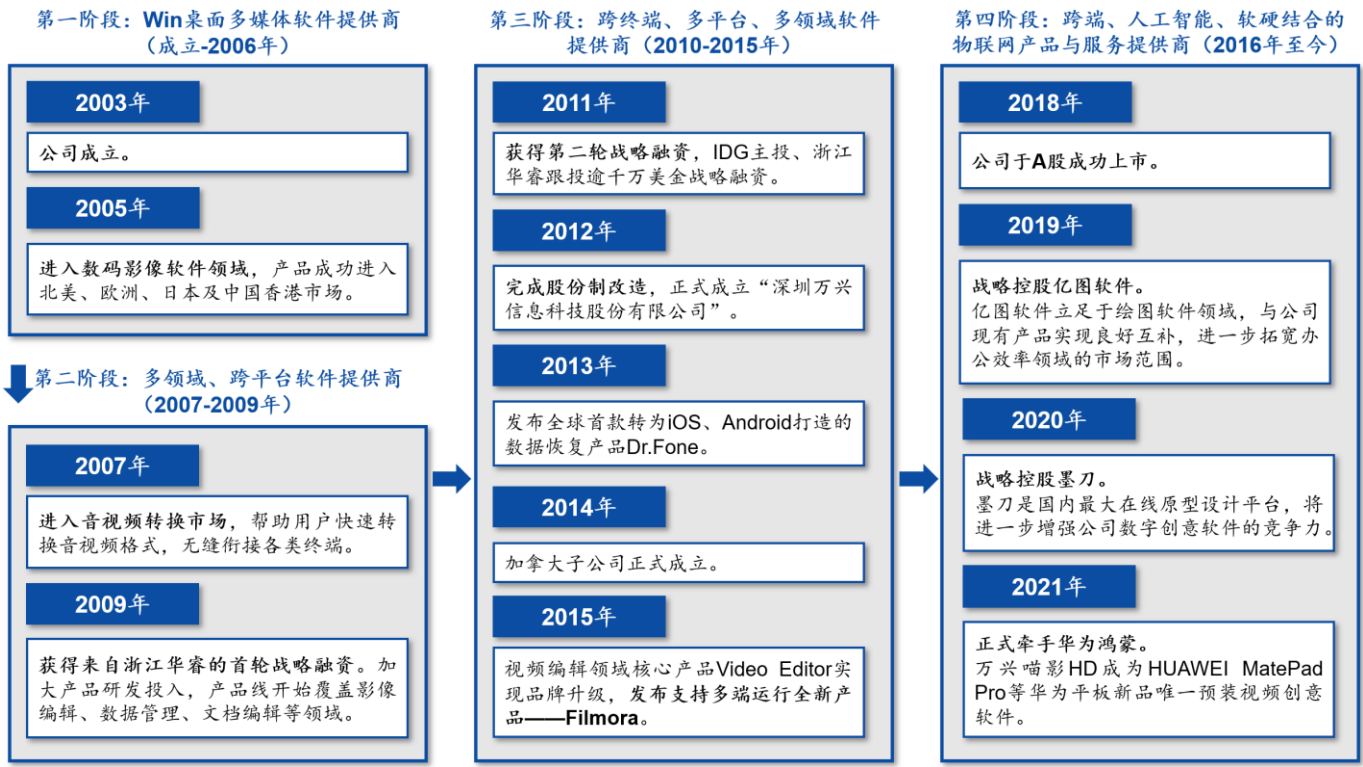
1.1 公司发展：生活化科技创想者，十八载历经四阶段

万兴科技成立于2003年，并于2018年登陆深圳证券交易所创业板，是全球领先的新生代数字创意赋能者。当前，公司持续深耕数字创意软件领域，明星产品包括万兴喵影（Filmora）、亿图图示、亿图思维导图、墨刀、万兴优转等。公司正以前瞻的视野推进全球化布局，研发总部位于深圳，并在温哥华、东京、北京、长沙等地设有运营中心，业务范围遍及全球200多个国家和地区。

复盘公司的发展历程可以发现，公司对于市场不同阶段的机遇嗅觉敏锐：

- 2003-2006年：成立初期，公司抓住数码相机和互联网的快速发展机会，开发了第一款软件“数码故事”（一款将数码照片简单编辑后刻录成DVD的软件），并通过网络渠道面向全球发售，初步获得市场认可。这一阶段，公司产品主要运行在Windows桌面上。
- 2007-2009年：公司将业务领域延伸至数字文档软件、系统工具软件、数据管理工具软件等领域，并且在Mac机市场份额大幅提升时期，快速将产品拓展至macOS。
- 2010-2015年：在智能手机开始普及的初期，公司及时探索、开发移动智能终端类的应用软件。2011年，公司推出拍照软件“神拍手·PowerCam”，获得市场的强烈反响。同时，公司推出了跨端数据管理系列软件，可以通过桌面电脑操作对iOS和Android等移动智能终端实现数据管理、迁移、恢复、擦除等。
- 2016年至今：视频社交时代来临，公司推出视频编辑、创作类软件"Filmora"，上线1年多来全球下载量超4000万次，月活跃用户超150万，连续数月被App Store推荐为优秀软件，获得用户广泛好评，带动了公司营业收入和利润的快速增长。目前，公司正处于产品种类日益丰富、多终端覆盖、多营销渠道扩展的快速发展阶段。

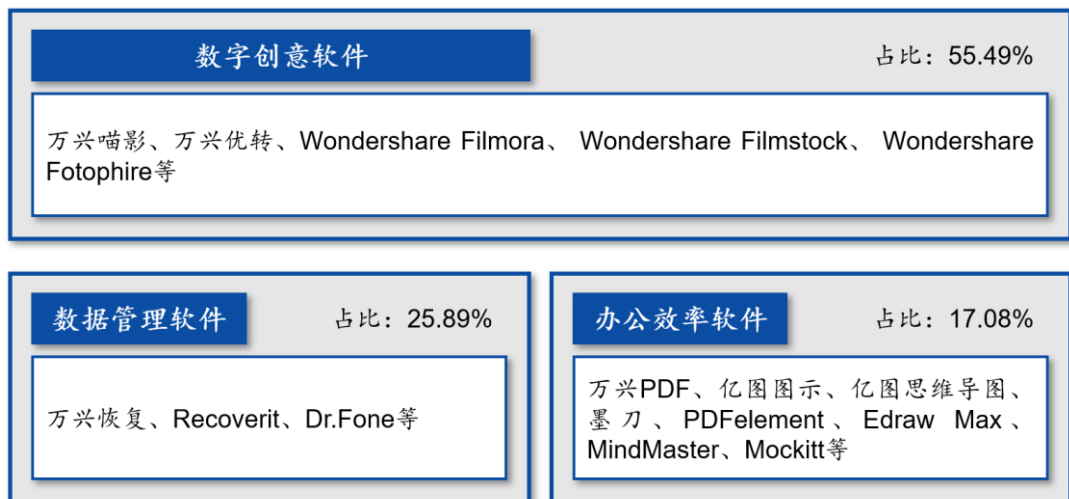
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

目前，公司的业务主要分为三大板块，分别是数字创意软件、数据管理软件、办公效率软件，2020年收入占比分别为55.49%、25.89%和17.08%。

图 2：公司主要业务及明星产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

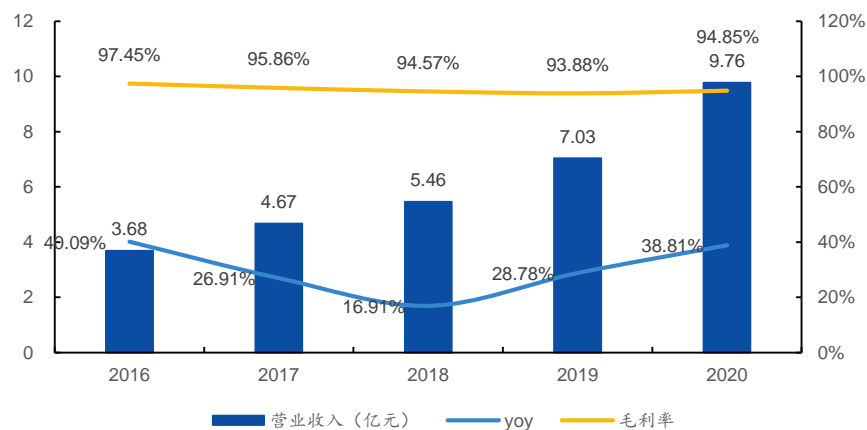
注：占比为2020年该业务收入占总营收的比例

1.2 财务分析：营收稳健增长，逆势扩张布局

1.2.1 稳健增长：高毛利软件业务，数字创意成增长引擎

2016-2020 年，公司营业收入复合增速达 27.61%，软件销售模式致毛利率水平较高。2020 年，公司实现营业收入 9.76 亿元，同比增长 38.81%。由于纯软件交付形式，公司毛利率常年处于较高水平。近年来，由于子公司斑点猫智能家居硬件业务等影响，公司整体毛利率有所下滑，但随着公司及时调整战略方向，回归软件主业，毛利率企稳回升，2020 年毛利率达 94.85%。

图 3：公司营业收入及毛利率情况

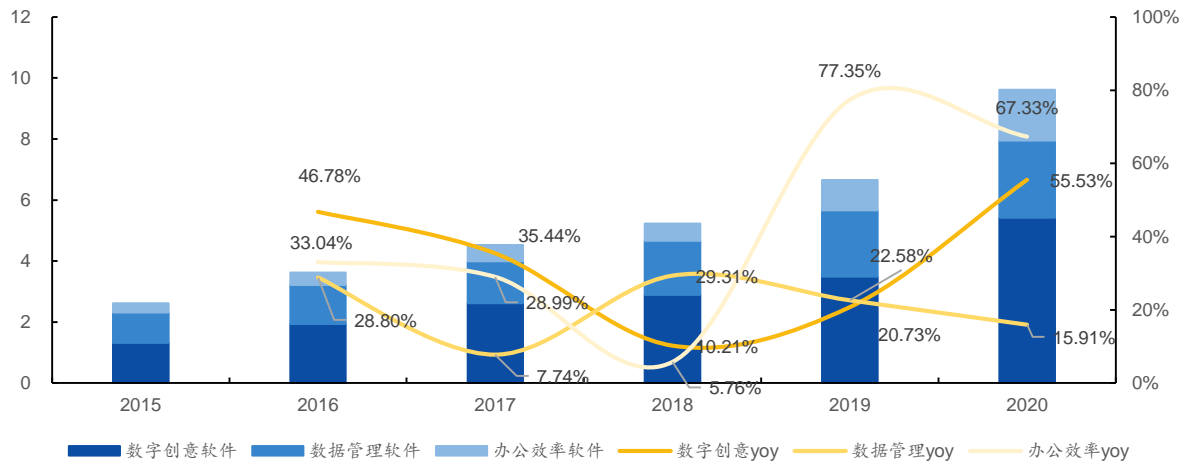


资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

拆分来看，公司数字创意软件业务占比较大且增速较快，起到主要增长引擎的作用。近年来，公司锚定数字创意领域，以视频创意赛道作为切入口，不断拓展数字创意软件产品与服务的布局。同时，公司持续提升办公效率及数据管理的产品竞争力和市场份额。

- 数字创意软件：2020 年，数字创意软件收入同比增长 55.53%，近五年复合增速近 30%。作为收入占比过半的主要业务，数字创意软件成为公司发展的主要引擎。
- 办公效率软件：2019-2020 年，办公效率软件收入分别增长 77.35%和 67.33%，虽然办公效率软件当前的收入规模尚小，但得益于高速增长，其占比持续增大，2018-2020 年占比分别为 10.29%、14.17%和 17.08%。
- 数据管理软件：2018-2020 年，数据管理软件收入增速分别为 29.31%、22.58%和 15.91%，随着增速放缓，数据管理软件收入占比持续下降，分别为 32.58%、31.01%、25.89%。

图 4：公司主要产品收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

公司净利润保持高速增长，主要费用支出来自于广告宣传费等销售费用。公司利用长尾理论进行线上营销，主要的推广模式是通过世界知名的搜索引擎与社交媒体将潜在用户引流，促进软件销售。

- 2020年，公司实现归母净利润1.25亿元，同比增长45.19%，净利率为12.83%。2019-2020年，公司股权激励摊销费用分别为1919.79万元和1841.03万元，对公司净利润造成一定影响。
- 公司最主要的费用支出来自于销售费用，其中广告宣传费占比最大。2020年，销售费用率为45.14%。公司的销售费用主要由广告宣传费（包括投放在搜索引擎的广告费用、第三方营销推广费、社交媒体营销费、搜索引擎优化费、下载站广告费等）、员工薪酬、平台手续费和其他构成，其中，广告宣传费占销售费用比例为82.35%。
- 广告宣传费的增长是公司收入增长的主要动力之一。根据公司披露数据显示，2020年上半年，公司自有电子商务网站来自于搜索引擎广告直接带来的销售收入为2.64亿元，同比增长51.95%；广告费用投入为1.53亿元，同比增长52.25%，两者增速基本一致，符合公司营销策略，并有望为公司带来长尾效应。
- 公司持续优化营销手段，但面对流量竞争日益激烈，预计销售费用率在未来一段时间内仍将保持在合理高位。公司近年来业务扩张较快，在以下方面需要加大投入以增强流量获取：1) 丰富引流渠道增加网络流量；2) 增加网络红人营销投入，加强与头部网络红人的合作；3) 增强非英语地区的营销投入；4) 增强移动端市场的营销投入等。

图 5：归母净利润及净利率情况

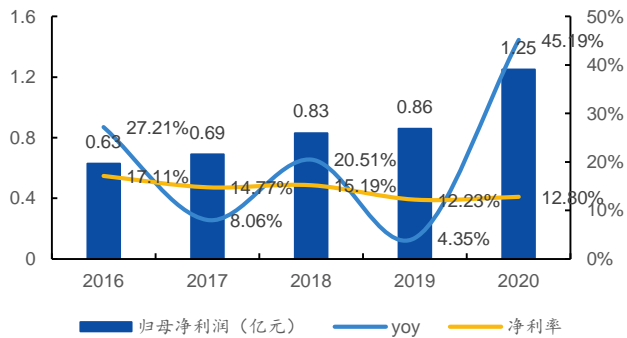
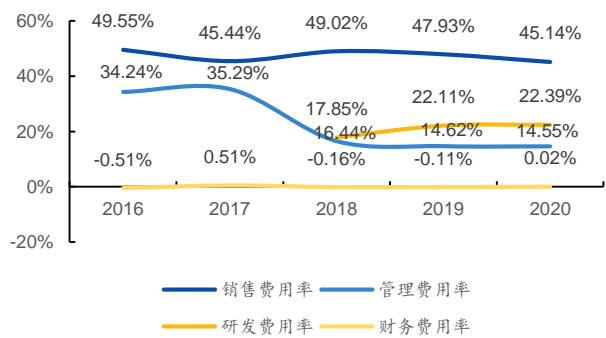


图 6：各项期间费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

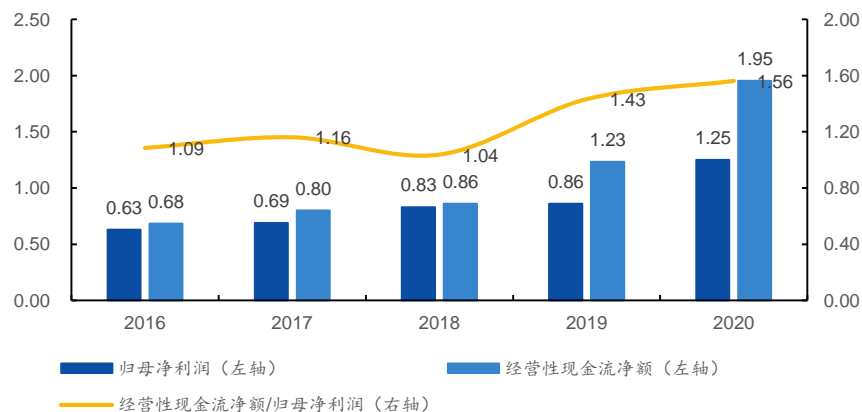
注：净利率分子为归母净利润

资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

纯软件线上交付的模式使得公司回款情况良好，经营性现金流表现优异。

- 2020 年年底，公司合同负债余额为 2205.91 万元，上年年底为 704.95 万元。
- 2016-2020 年，经营性现金流净额与归母净利润之比分别为 1.09、1.16、1.04、1.43、1.56。

图 7：经营性现金流净额与归母净利润对比（单位：亿元）



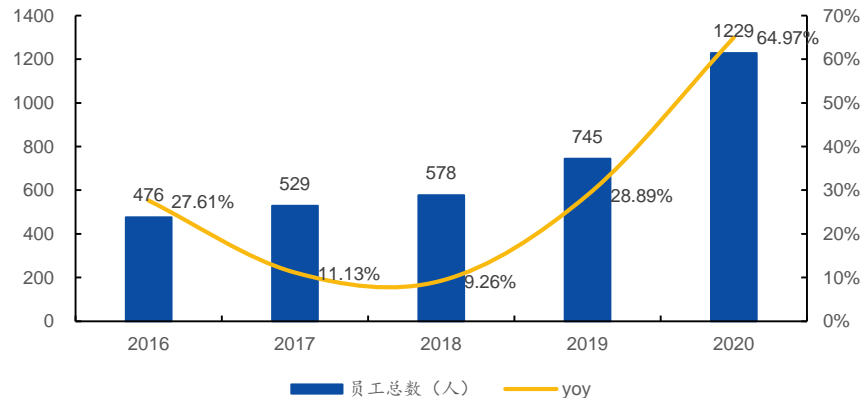
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2.2 逆势扩张：人员规模大幅增长，全面布局数字创意赛道

公司逆势扩张，全面布局以视频为主的数字创意软件领域。在国产替代和 AI 赋能叠加的背景下，数字创意软件在全球蕴藏着巨大机会。因此，即便处于疫情影响下，公司管理层依然决策逆势扩张，积极布局。公司于 2020 年完成大规模社招，叠加 2021 年入职应届生，员工数接近翻倍。

- 2020 年，公司完成了史上最大规模的人员招聘扩充，通过社会招聘吸纳大量研发、营销人才，全年净增加员工数近 500 人。截至 2020 年年底，公司员工总人数达到 1229 人，同比增长 64.97%。
- 2021 年，公司于上年秋季启动的校招中签约的 270 余名应届生将逐步到岗，进一步扩充团队力量。

图 8：员工人数及增速情况

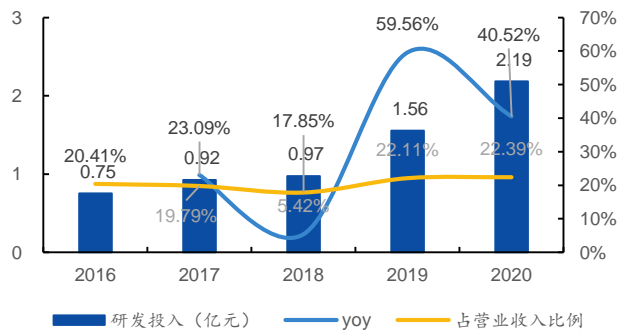


资料来源：Wind, 国元证券研究所

具体来看，公司投入的主要方向集中在移动端与 SaaS 转型。公司不断拓展数字创意软件产品与服务的布局，通过强化 AI 等智能技术投入、布局移动端，围绕视频创意开展细分领域产品创新，以素材资源为基础发展在线编辑与云服务。

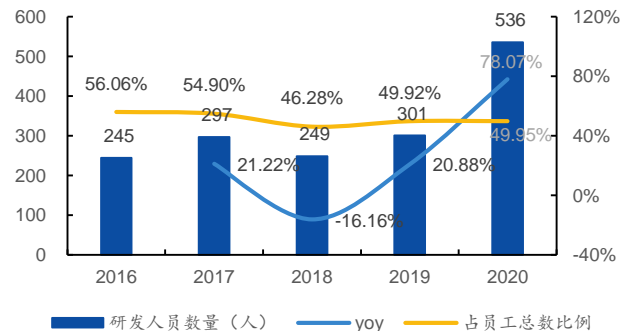
- 2020 年，公司研发投入 2.19 亿元，同比增长 40.52%。近年来，公司研发投入占营收比例维持在 20% 左右的水平，并全部费用化。
- 目前，公司研发人员占总员工比例约 50%。截至 2020 年年底，公司研发人员为 536 人，同比增长 78.07%。

图 9：研发投入及占比情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 10：研发人员数量及占比情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

1.2.3 股权激励：激发团队活力，现价授予展现发展信心

公司史上最大规模股权激励计划，现价授予、长期考核，彰显公司绑定核心骨干共同发展决心。公司于 4 月 9 日发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，是公司史上规模最大的一次股权激励。

- 本次股权激励拟向核心员工授予共计 1000 万股限制性股票（首次授予的 900 万股后调整为 895.80 万股），其中首次授予的员工数量 259 人（后调整为 249 人），约占上市公司总人数的 20%，首次授予价格不低于 40 元/股。

- 本次股权激励考核年度长达五年，解锁比例分别为 10%、15%、20%、25%、30%，完成全部业绩要求对应的收入复合增速约为 25%。
- 本次股权激励价格以未来授予日的收盘价为基准且不低于 40 元/股。公司以控制股份支付费用为前提，在深度绑定核心骨干人才利益的同时，最大化降低了对公司股东利益的影响。

表 1：2021 年股权激励基本情况及考核目标

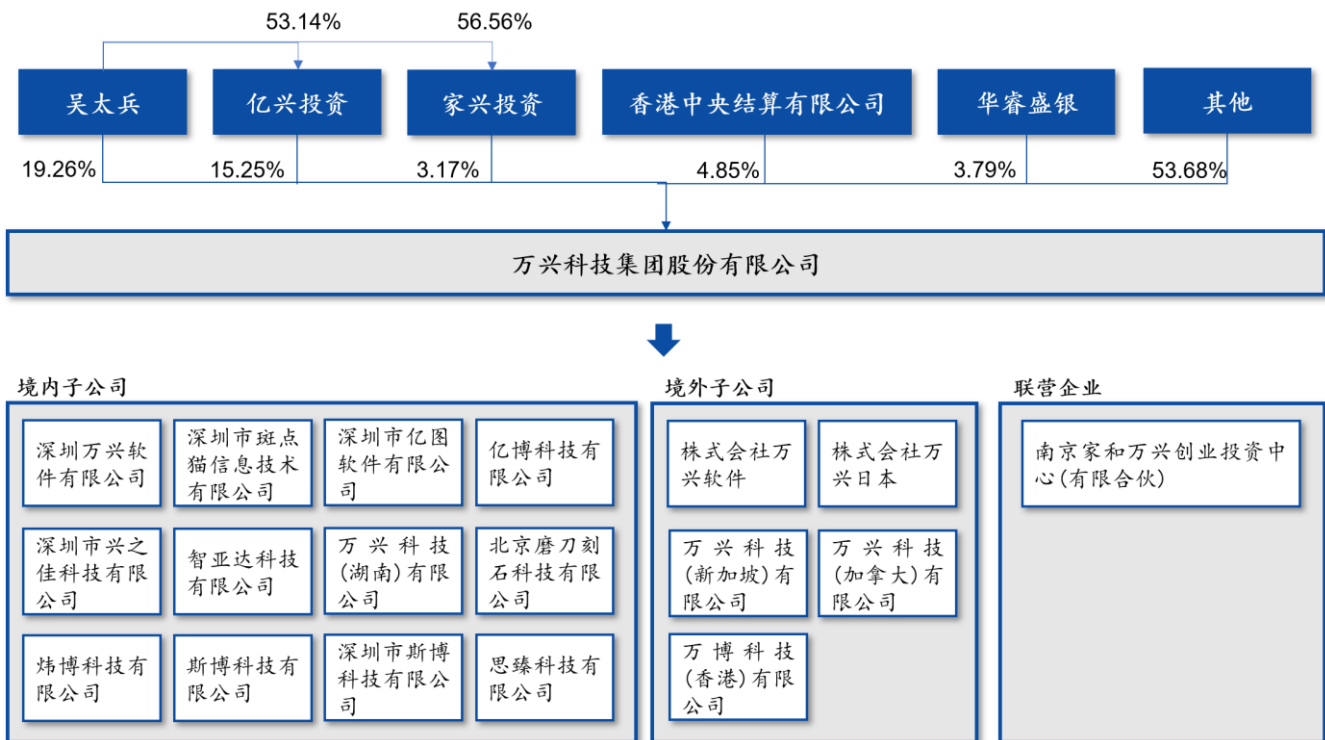
激励数量	授予人数	行权价格	备注
995.8 万股/占 7.66%	249 人	40 元/股	首次授予 895.80 万股
考核年度	归属比例	目标值	
2021	10%	30%	
2022	15%	60%	
2023	20%	100%	
2024	25%	150%	
2025	30%	200%	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 股权架构及管理层：实控人地位稳固，技术型核心团队

公司股权结构简单，实际控制人地位稳固。2021 年一季度末，公司实际控制人、董事长、总经理吴太兵先生直接持股 19.26%，与员工持股平台亿兴投资（持股 53.14%）、家兴投资（持股 56.56%）为一致行动人。

图 11：2021 年一季度末公司股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

创始人与核心团队为技术出身，对消费类软件行业理解深刻。吴太兵先生是深圳万兴信息科技股份有限公司前身万兴有限的创始人之一，是国内较早从事消费类软件研发的人员，有丰富的行业从业经验，对消费类软件行业有深刻的理解。

表 2：公司高管团队概况

姓名	职务	基本信息	个人简历
吴太兵	董事长，总经理	出生年份：1975 学历：硕士	历任中国建设银行郴州市分行系统工程师；深圳开发科技股份有限公司软件工程师；广州世纪龙信息网络有限公司产品经理；深圳市东软科技有限公司高级软件工程师。 2003 年筹建万兴有限，担任董事长（或执行董事），总经理；现任本公司董事长，总经理。
张铮	董事，控股子公司斑点猫总经理	出生年份：1976 学历：本科	历任宇龙计算机通信科技（深圳）有限公司销售代表；深圳市联技术有限公司市场企划专员；TCL 数码公司产品市场处副经理，营销总监，TCL 集团电子商务中心产品总监兼电购业务总监。 2012 年加入万兴科技历任国内渠道营销总监，海外营销中心副总监，事业部总经理，现任本公司控股子公司斑点猫总经理。
孙淳	董事，副总经理，董事会秘书等	出生年份：1973 学历：本科	注册会计师。曾任创维集团有限公司审计部项目经理，深圳天音科技发展有限公司会计部经理，金蝶软件（中国）有限公司财务部副总经理。 2011 年加入万兴科技历任副总经理，财务总监，董事，董事会秘书，副总裁；现任本公司副总经理，董事会秘书等。
胡立峰	财务总监	出生年份：1979 学历：硕士	注册会计师，注册内部审计师，中级会计师职称。历任中联岳华会计师事务所深圳分所审计经理；深圳力合创业投资有限公司投资管理部投资项目经理；深圳力合光电传感股份公司董事会秘书、财务总监、副总裁；深圳市衡泰信科技有限公司财务总监；深圳市亚辉龙生物科技有限公司财务总监、审计总监、董事会秘书。 2019 年 2 月加入万兴科技，现担任本公司财务总监。

资料来源：Wind，国元证券研究所

2.回师中国：版权意识崛起，数字创意赛道显机会

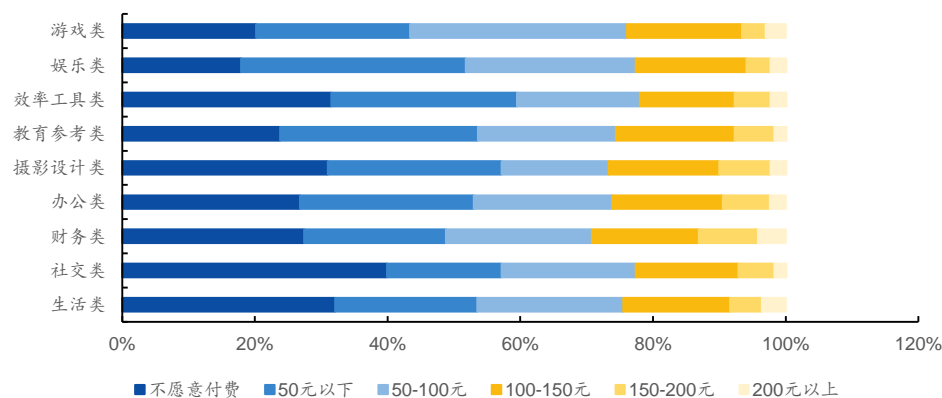
2.1 软件付费分析：正版化带动付费率提升，国内市场发展迅速

发达国家是消费类软件付费的主阵地，但中国市场近年来亦发展迅速。发达国家对于盗版的打击力度较强，长期以来，消费类软件的付费市场主要集中在这些区域。2020年，公司有高达88%的收入来自境外。

尽管境外占比较高，但如果与前几年相比，我们能够看到明显的下降趋势：2016-2020年，公司境外收入占比分别为97.92%、97.06%、94.14%、90.39%、87.95%。究其原因，是因为快速发展的国内市场已经孕育出庞大的用户群体，而在国内版权意识崛起和配套法律法规的不断完善下，潜在付费用户有望持续转化，使公司受益。

与发达国家相比，当前国内付费意愿仍有提升空间，超30%用户表示不愿为效率工具类和摄影设计类移动应用付费。根据艾媒咨询2020年中国移动数据应用用户各类型应用付费意愿调查数据，在效率工具类、摄影设计类移动应用用户不愿意付费占比较高，分别为31.5%和31%。即便是在调查中表示愿意付费的用户，其愿意支付的金额也相对较低，较高的定价依然可能会打消其付费意愿。

图 12：2020 年中国移动应用用户各类型应用内付费意愿调查



资料来源：艾媒咨询，草莓派数据调查与计算系统，国元证券研究所

对于不愿付费的用户，其选择包括：1) 功能受限的免费版本；2) 破解版/盗版软件。对于具有长期需求的用户，从免费版本进阶使用需求几乎是必然的路径；而对于使用破解版/盗版软件的用户，其获取方式在国内版权保护政策影响下将愈发困难。

趋势推演：国家大力发展国产软件，加强软件知识产权保护，付费率将提升。根据BSA的2018年全球软件调查，中国未授权软件安装率及对应商业价值与发达国家相比处于较高水平，但2011-2017年呈现明显的下降趋势。2019年11月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于强化知识产权保护的意見》，提出加强知识产权保护，是完善产权保护制度最重要的内容，也是提高我国经济竞争力的最大激励。我们认为，正版化趋势有望加速。

付费习惯方面，近年来大量的视频网站、社交网站、知识付费以及移动端APP内购

服务等培养了国内用户付费的习惯。根据 Quest Mobile 发布的《2019 付费市场半年报告》，付费用户当前在总体视频用户中的占比为 18.8%，且具备高增长潜力。我们认为，国内用户为服务和产品付费的消费习惯逐步被培养起来，为软件付费率的提升打下坚实基础。

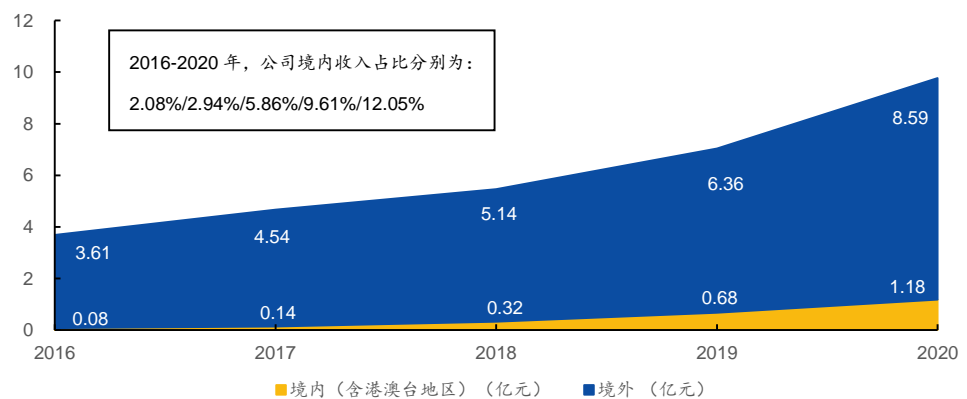
表 3：各国家未授权 PC 软件安装率及相应商业价值

国家	未授权软件安装率				未授权软件的商业价值（百万美元）			
	2017	2015	2013	2011	2017	2015	2013	2011
中国	66%	70%	74%	77%	6842	8657	8767	8902
澳大利亚	18%	20%	21%	23%	540	579	743	76
日本	16%	18%	19%	21%	982	994	1349	1875
新加坡	27%	30%	32%	33%	235	290	344	255
加拿大	22%	24%	25%	27%	819	893	1089	1141
美国	15%	17%	18%	19%	8612	9095	9737	9773
德国	20%	22%	24%	26%	1566	1720	2158	2265
法国	32%	34%	36%	37%	1996	2101	2685	2754
美国	21%	22%	24%	26%	1421	1935	2019	1943

资料来源：BSA Global Software Survey 2018，国元证券研究所

结论：借此东风，公司加大对国内市场的投入，有望将国内收入占比提至首位。2017-2020 年，公司营业收入中来源于美国的占比分别为 37.89%、35.38%、30.55% 和 26.15%，呈现持续下降趋势。与之对应的，中国市场收入占比从 2.94% 提升至 12.05%。公司持续增加国内市场投入，借助国家大力发展国产软件和加强软件知识产权保护东风，快速提高国内收入占比，来自国内收入有望占比第一。

图 13：公司境内外营业收入结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

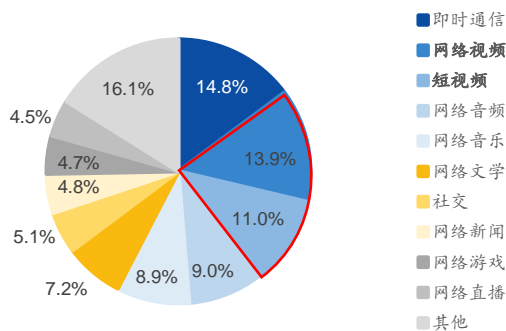
2.2 数字创意赛道：短视频与 Vlog 蓬勃发展带来创作需求增长

以视频创意为首的数字创意软件业务是公司的主要业务，而在如今视频嵌入生活的时代，全球视频创意软件行业正飞速发展。技术进步促进了数字媒体的革命——通过将 5G、人工智能、硬件终端以及新的内容格式相结合提供动力。凭借在任何时间和地点都可以即时捕捉视频瞬间的能力，视频已嵌入人们的日常生活。根据

Google 的数据，截至 2020 年底，YouTube 每月登录用户超过 20 亿，每分钟上传到平台的内容长达 500 小时，叠加 TikTok 等短视频平台的日益普及，全球用户在线观看视频的时长呈指数级增长。创意软件得以快速发展，根据 TechCrunch 预测，到 2025 年，视频内容将占有所有移动流量的 76%，而全球创意软件市场有望接近 100 亿美元。

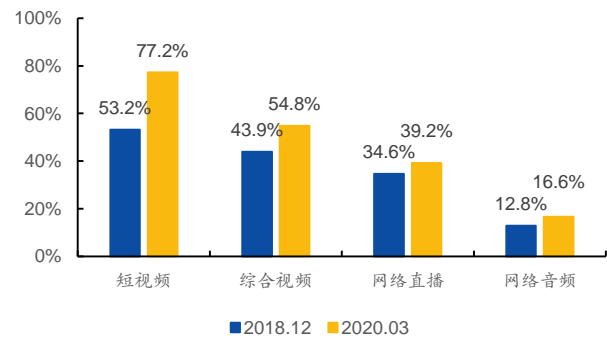
中国手机网民约 1/4 时间在看视频，短视频成为当之无愧的“下沉明星”。根据 Mob 研究院的《2020 中国短视频行业洞察报告》，近一年内短视频新增用户接近 1 亿人，同时依旧有 3 亿的下沉用户增长空间。短视频的飞速发展主要得益于：1) 设备和基础设施支持：随着自带视频拍摄功能的智能手机终端、4G 移动网络基础设施的普及，为移动短视频内容消费和产品创新带来坚实的底层基础及广阔的市场。2) 迎合当代用户利用碎片化时间需求：短视频更加符合用户在碎片化时间观看视频的需求，占据了用户（特别是年轻用户群体）大量的休闲时间。根据艾媒咨询的数据，2019 年中国网民移动应用使用时长占比中，网络视频与短视频分别为 13.9% 和 11.0%，仅位居占比 14.8% 的即时通讯之后。同时，根据调查，短视频是新网民最为偏好的网络视听应用，可以预计其使用占比将会持续提升。

图 14：2019 年中国手机网民移动应用使用时长占比



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 15：新网民对网络视听应用的使用率变化情况

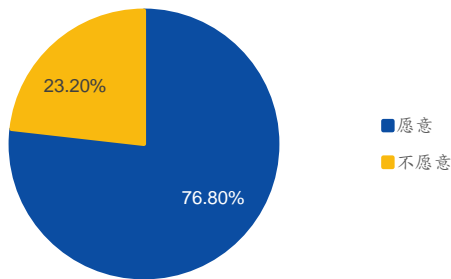


资料来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计调查》，国元证券研究所

社交属性推动 Vlog 成为全民创作的新风尚，2021 年用户规模有望达到 4.88 亿人。不同于短视频，Vlog 是一个基于视频内容的概念，通常的内容是创作者真实的、生活化的个人内容，配以剪辑、音乐及字幕等精细创作，制作成为个人风格鲜明的视频，并发布至社交网络上。Vlog 凭借其草根化叙事和个性化表达的特点，极易引起用户的围观欲望和情感共鸣，已发展为视频社交化的突出代表之一。社交裂变加持之下，Vlog 以惊人的速度发展。根据艾媒咨询预计，2021 年，中国 Vlog 用户规模有望达到 4.88 亿人。

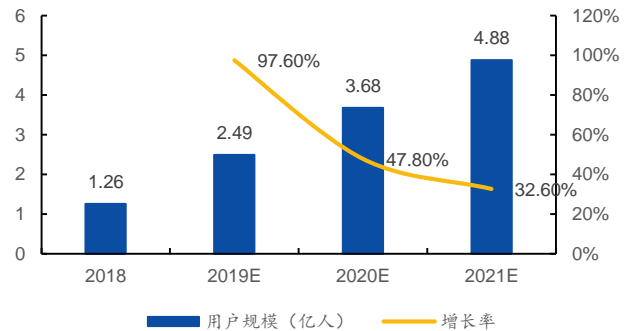
2018 年以来，国内各大头部平台纷纷下场布局 Vlog：1) 微博开设了 Vlog 板块，设立 Vlog 学院，实行 Vlogger 扶持计划；2) B 站开展了“30 天 Vlog 挑战”活动；3) 腾讯推出了“Vlog+Vstory”平台 yoo 视频（后并入微视和腾讯视频）；4) 抖音开测 5 分钟长视频播放，推出“Vlog 十亿流量扶持计划”。

图 16: Vlog 用户参与意愿调查



资料来源: 草莓派数据调查与计算系统, 艾媒咨询, 国元证券研究所

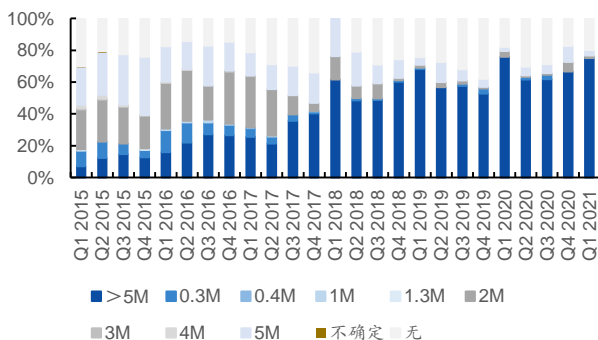
图 17: 2018-2021 年中国 Vlog 用户规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

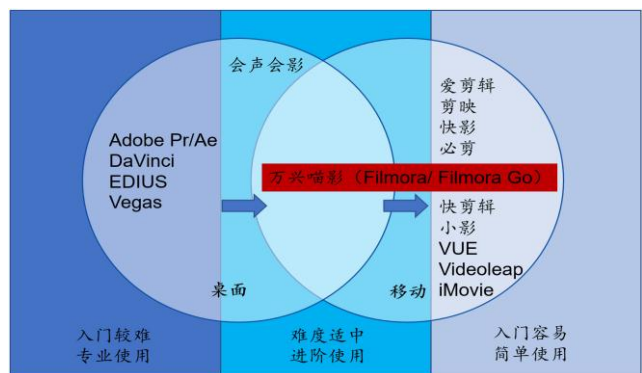
每个人都能够参与视频创作的时代来临, 用户创作难度下降。从内容生成方面来看, 创作视频的难度越来越低, 每个人都可以参与到视频创意创作中。1) 拍摄设备持续升级和普及: 近年来, 智能手机摄像头性能大幅度提升, 用户随时、随地可以生产高质量的视频内容; 同时, 数码相机、数码摄影机等摄影器材随着价格快速回落迅速普及, 使用专业器材的创作人群范围迅速扩大 (这部分用户几乎全部需要后期创作软件)。2) 视频创作软件逐渐下沉: Adobe Premier/After Effects、EDIUS、Vegas 和 DaVinci 等作为视频编辑软件的杰出代表, 一直以来都备受专业制作者的青睐, 但其复杂的操作流程和较高的学习成本让大量爱好者望而却步。近年来, 不仅 PC 端涌现出 Filmora (万兴喵影)、Corel VideoStudio (会声会影) 和爱剪辑等入门简单、素材资源丰富的产品, 移动端更是成为轻量级视频创作软件的主战场, 各厂商纷纷推出移动端产品, 抖音、快手等内容平台也都推出了自己的轻量级剪辑工具。不论是 PC 端还是移动端, 创作软件的丰富使得使用门槛大大降低, 客户群体下沉到普通爱好者, 这些用户在充分学习后, 也有望沿着“入门至专业”的路径持续进阶升级。

图 18: 手机前置摄像头像素持续提升



资料来源: 信通院《国内手机产品交互载体特征监测报告》, 国元证券研究所

图 19: 大量移动 APP 将视频创作软件门槛拉底

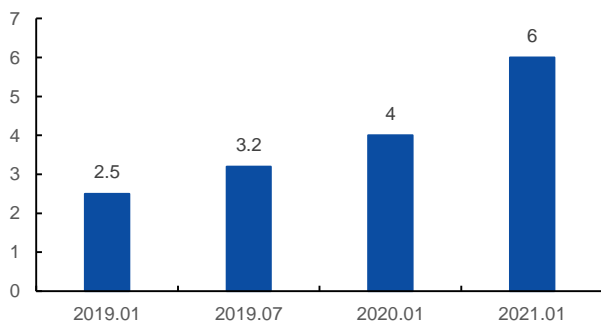


资料来源: 国元证券研究所整理

趋势推演: 随着新生代用户主导和变现能力提升, 未来参与视频创作的用户规模会加速增长。 在用户参与到视频创作的能力不断提升的基础上, 我们认为, 用户整体参与视频创作的意愿在快速提升, 原因如下: 1) 年轻用户参与度更高: 根据中国

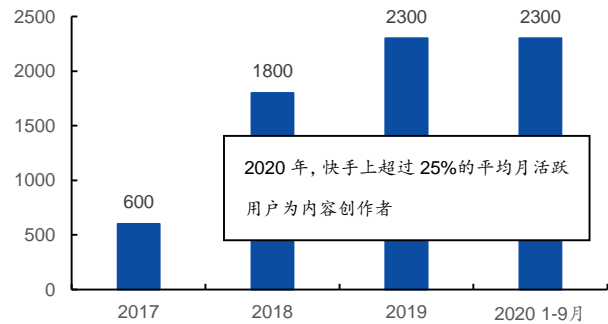
网络视听节目服务协会 2020 年 10 月发布的《2020 中国网络视听发展研究报告》，最近半年内拍摄或上传过短视频内容的用户，在整体用户中占比为 17.5%，而在 19 岁以下用户中占比达 24.8%。新生代用户的创作和分享意愿更加强烈，并有望持续增强，这为视频创意软件的用户基础带来了源源不断的动力。2) 创作者变现能力持续提升：根据《2021 年快手创作者生态报告》，2020 年 1-9 月，有 2300 万人在快手上获得收入，已经达到上年全年的数量，而 2017 年仅为 600 万人。我们认为，视频作为内容创作者们日益关注的重要赛道，将会成为越来越多内容的载体，在规模和流量的加持下，诸如平台分成、广告、内容电商、直播打赏、知识付费等多种变现方式将给创作者带来丰厚的回报，从而带动更多人加入到视频创作者的行业中。

图 20：抖音日活跃用户情况（单位：亿人）



资料来源：2019 抖音数据报告，2020 抖音数据报告，国元证券研究所

图 21：用户在快手获得收入情况（单位：万人）



资料来源：2021 快手创作者生态报告，国元证券研究所

结论：较专业的视频创作者有望超千万，叠加海量业余用户，视频创作软件市场空间广阔。2020 年 10 月 13 日，第八届中国网络视听大会在成都举行。会上，哔哩哔哩董事长兼 CEO 陈睿对互联网视听未来趋势作出预测：“5G 普及之后，视频将会等于互联网的内容。同时，视频将成为互联网连接器，它会充满互联网的各个领域。”……“未来中国视频创作者会成为一个巨大的行业，视频创作者的数量会超过一千万。”……“未来会做视频，就像以前会写作文一样。”

3.竞争力分析：内生外延发展，借力鸿蒙生态发展移动端

3.1 内生动力：强大的产品能力和营销能力

3.1.1 产品力：围绕拳头产品打造全家桶，推进 SaaS 转型

一、打造产品“全家桶”

公司自主开发并在售的软件产品达百余款，主要包括数字创意软件（视频、图像、音频编辑）、办公效率软件（文档、绘图）和数据管理软件（数据迁移、备份及恢复）三大类，可广泛应用于个人电脑、平板电脑、智能手机等不同应用终端，适用 Windows、macOS、iOS、Android 等主要操作系统。

表 4：公司主要产品类型及相应功能

类型	子类	功能
数字创意	视频编辑	对照片、视频、音频等素材进行个性化编辑、制作，并通过视频社交网站进行传播、分享、存储等
	音视频转换	从视频网站、DVD 等多种渠道获取视频资源并适配格式，方便用户在其设备上播放
	视频演示	通过录屏和轻视频编辑，可用于制作教育、培训、演示类视频
	图片创意	通过模板、AI 抠图等集成功能，助力用户实现图像效果优化及平面设计需求
	资源内容	为用户提供大量视频、音频、图片、文字、特效等资源内容，促进用户高频使用和多次消费
办公效率	文档类	为用户提供功能强、易用性高、简洁、高效的办公效率解决方案
	绘图类	帮助用户有序构建其知识与想法，绘制各类图形图表、编制思维导图等功能图、工作图
数据管理	-	解决跨端数据迁移、备份、恢复、安全及设备管理，提升用户信息保密性、真实性、完整性及可控性

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司已经形成强大的产品线，覆盖三大类业务的绝大多数任务流程。以创意软件全家桶为例，其囊括视频剪辑、屏幕录制、照片编辑、UI/UX 设计等多个数字创意领域，为用户提供强大且简便的解决方案。从具体产品布局来看：

- 旗舰产品 Filmora 为视频剪辑初学者提供了人性化的操作体验和丰富的特效资源，极大减少其在视频编辑上所耗费的时间和精力。
- 除 Filmora 外，创意软件全家桶还包括首个具有双重录制和视频编辑功能的剪辑软件 Filmora Go、为社交达人提供多种潮流风格的视频模板工具 Filmii、面向企业和商家的在线视频编辑器 VidAir、优质音频/视频转换器 UniConverter，以及拥有庞大数字创意素材的资源平台 Filmstock 等产品。

表 5：公司软件产品情况

产品线	功能	产品	功能	产品
数字创意产品线	视频剪辑	Filmora X/万兴喵影	创意素材商城平台	Filmstock
	视频剪辑（移动端）	FilmoraGo/万兴喵影	创意模板	VidAir
	视频格式转换器	UniConverter/万兴优转	屏幕录制	DemoCreator
	创意视频编辑	Mii Filmii	在线图形设计	PixStudio
	DVD 制作工具	DVD Creator	图像背景消除	PixCut
	屏幕截图	Cropro		
办公效率产品线	PDF 编辑器	PDFelement/万兴 PDF	思维导图制作	MindMaster
	云平台协作	Document Cloud	甘特图表制作	EdrawProj/亿图项目管理
	图形表达工作台	EdrawMax/亿图图示	信息图形设计	EdrawInfo/亿图信息图
	原型设计平台	Mockitt/墨刀	原型设计平台	Pixso
	组织架构管理	OrgCharting	公式编辑器	EdrawMath
	Office 控件	Office 控件		
数据管理产品线	多终端数据恢复	Recoverit/万兴恢复专家	云文件管理	InCloudz
	手机数据管理/恢复	Dr.Fone	Android 到 iOS 数据迁移	Wutsapper
	手机数据传输	MobileTrans	家长安全控制	FamiSafe
	视频文件损坏检索	Repairit	PC 镜像控制手机	MirrorGo
	数据备份	UBackit		

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

二. 打磨拳头产品——以明星产品万兴喵影（Filmora）为例

万兴喵影自 2015 年 4 月上线至今，已拥有超过 1 亿用户。2020 年 11 月，软件界的“大众点评”平台 G2 Crowd 发布秋季报告，综合同行评审和大量用户点评数据，视频创意软件 Filmora 斩获 G2 Crowd 行业领导者奖项，专业版视频创意软件 Filmora Pro 则与 Adobe Premiere 和苹果的 Final Cut Pro X 等产品一同斩获行业杰出表现者奖项。

表 6：万兴喵影（Filmora）满足不同层级使用需求

需求层级	功能
基本剪辑需求	视频倒放、关键帧、支持多种比例、支持 4K 格式、画面裁剪与缩放、无极变速、100 轨、GIF 格式转换、降噪及高级色彩编辑等
高级剪辑需求	画中画、绿幕抠像、智能修复、录屏等
创意特效需求	文本和字幕特效、滤镜和蒙版、转场效果、动态贴图效果以及 BGM 音乐库等

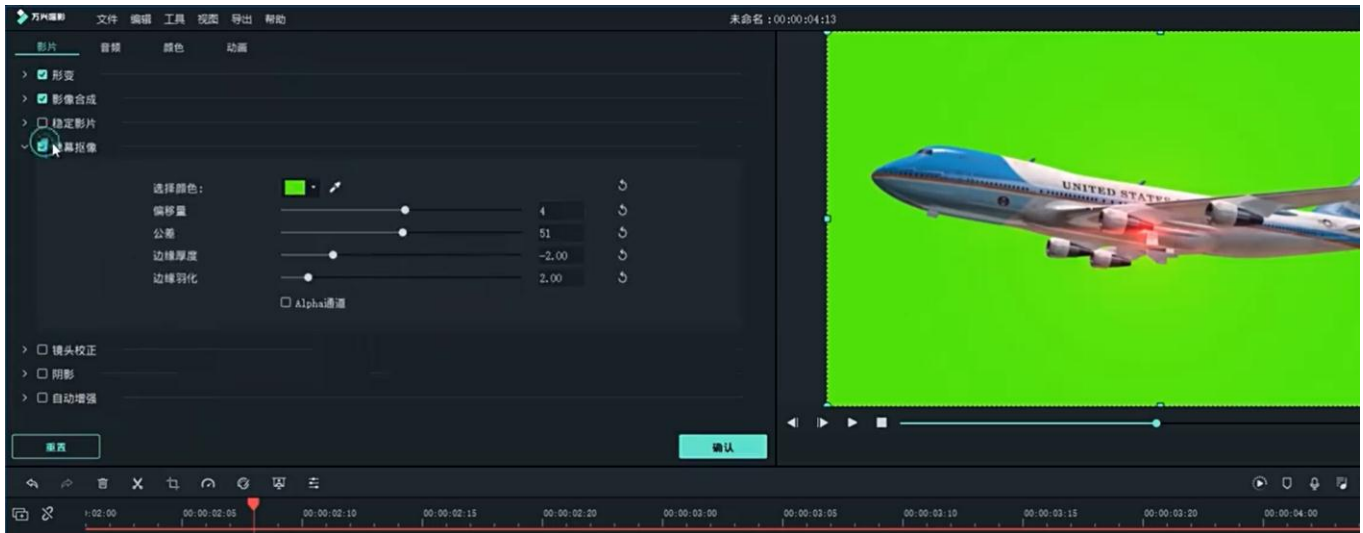
资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

对比市面上的其他竞品，万兴喵影（Filmora）的优势在于“功能与便捷性的统一”以及“跨终端能力”。

- **对比专业级软件：**1) 功能足够丰富，且入门难度低：对于创作软件而言，功能的强大对应操作流程的解构，因此 Adobe Pr/Ae、DaVinci、EDIUS 及 Vegas 等针对高端专业级用户的软件需要较高的学习成本。以“绿幕抠像”操作为例，万兴喵影直接将此功能设置在双击素材后的属性面板里，可一键完成；而在 Pr

中，则需要经历拖入超级键——效果控件——吸管取色——绿幕抠像的过程。
2) 价格存在明显优势：与 Adobe Pr/Ae (2975 元/年)、DaVinci (2350 元/年)、EDIUS (4500 元买断) 及 Vegas (799-3999 元/年) 的价格相比，万兴喵影 199 元/年的 VIP 会员定价明显更加符合进阶用户及业余用户的需求。

图 22：万兴喵影（Filmora）绿幕抠像界面

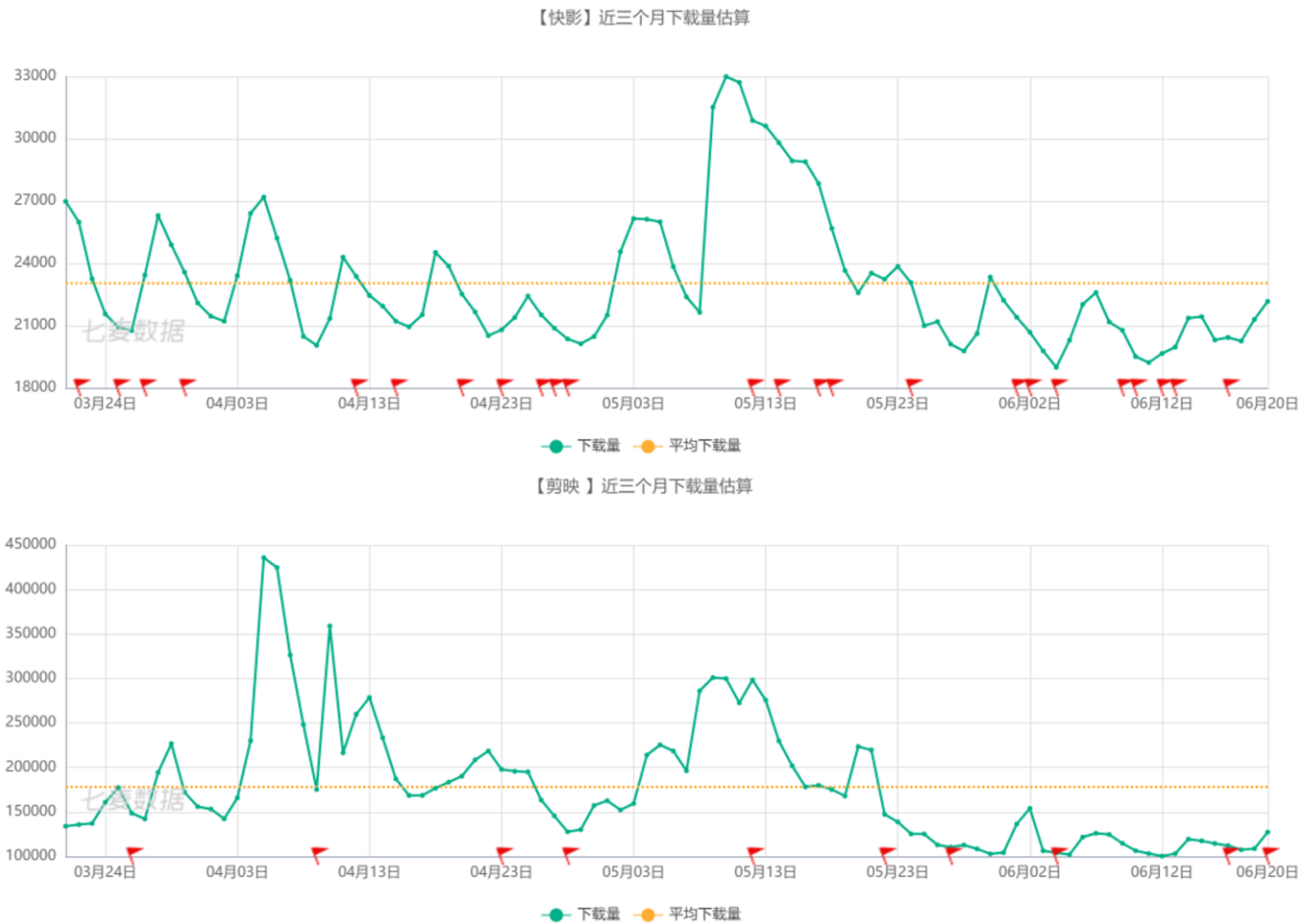


资料来源：公司产品，国元证券研究所

- **对比业余级软件**：此类软件主要集中在移动端，比较有代表性的有视频平台推出的剪映（抖音）、快影（快手）、必剪（B 站），海外厂商推出的 VUE Vlog、Videoleap，以及快剪辑（360）、小影等诸多产品。其中，得益于强大的流量导流，视频平台推出的编辑软件占据较大市场份额。根据七麦数据的最新查询数据，iOS 应用商店“摄影与录像（免费）”分类下（包含视频平台、图片编辑等），剪映、快影分别排名第 2 名和第 15 名，位居视频编辑类软件前两名。

我们认为，万兴喵影在移动端面临较大竞争，但其相对优势有望在竞争中发挥作用：1) 跨终端能力：上述产品中，除了剪映于 2020 年年底推出的桌面版（目前功能还相对简单），以及快剪辑于 2017 年推出的桌面版（功能相对简单，目前依然显示 Beta 版本）外，其他都为移动端独占。相比较之下，万兴喵影用户开通会员后，可以跨终端上享受会员服务，兼具移动端的便捷操作和桌面端的进阶操作。2) 桌面端技术和素材的导入：公司未来加速移动端产品的布局，实现多端的打通。我们认为，公司以桌面版起家，产品功能完备，技术和素材有丰富积累，为移动端业务发展打下了坚实基础。

图 23：快影、剪映近三个月 App Store 下载量情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

公司视频创意产品定位清晰，并将加速移动端产品的布局，充分发挥“PC+移动+云”多端布局优势。1) 桌面端：相较于专业软件，万兴喵影的优势在于学习成本较低，价格低、资源丰富。从覆盖率来说，我们认为万兴喵影能够抓取数量更大的业余级/轻专业级用户的需求。2) 移动端：目前掌握流量的剪映、快影等产品占据移动端市场的大量份额，万兴喵影还存在较大的发力空间。万兴喵影的优势在于其桌面端和移动端的协同能力，用户购买会员后可以在多终端选择使用，享受丰富的服务和素材资源。同时，公司在桌面端多年沉淀，有望在移动端产品的后续创新和开发中体现优势。

表 7: 中国市场主流视频创意软件对比

难度	产品	主要终端	适用人群	优点	缺点	国内会员价格
高	Adobe Pr/Ae	桌面	专业用户、企业	专业性强, 可搭配使用	入门难度较大, 价格昂贵	2975 元/年
	DaVinci	桌面	专业用户、企业	专业性强, 调色能力优秀	入门难度较大, 价格昂贵	2350 元/年
	EDIUS	桌面	专业用户、企业	专业性强	入门难度较大, 价格昂贵	4500 元
	Vegas	桌面	专业用户、企业	专业性强	入门难度较大, 价格昂贵	799-3999 元/年
中	会声会影	桌面	业余、进阶用户	界面友好, 入门难度不大	大版本授权模式, 素材老旧	599 元-1695 元
	万兴喵影	桌面	业余、进阶用户	跨终端, 更新快, 海量素材资源	对标专业, 部分细节需打磨	199 元/年
	爱剪辑	桌面	业余用户	入门简单	年轻化不足, 无法取消 logo	265 元/年
低	剪映、快影、必剪	移动	业余用户	入门简单, 流量优势, 素材年轻化	难以满足进阶创作需求	免费
	快剪辑、小影、VUE、Videoleap	移动	业余用户	入门简单, 素材年轻化	难以满足进阶创作需求	178-298 元/年
	iMovie	移动	业余用户	iOS、macOS 原生	难以满足进阶创作需求	免费

资料来源: 各公司官网, 国元证券研究所

注 1: EDIUS 为买断制, 后续大版本升级约 3000 元/次

注 2: 截至 2021 年 6 月, Vegas 中国官网显示停止售卖, 所示价格为 2020 年参考价格 (Vegas Pro 17 Edit 799, Vegas Pro 17 1399, Vegas Pro 17 Suite 3999)

注 3: 会声会影为买断制, 但每年推出新产品, 例如会声会影 2019、会声会影 2020、会声会影 2021, 新版本需要重新购买

注 4: 所列软件适用终端为主要产品终端, 例如剪映已于 2020 年年底推出桌面端版本, 但目前功能相对较为简单

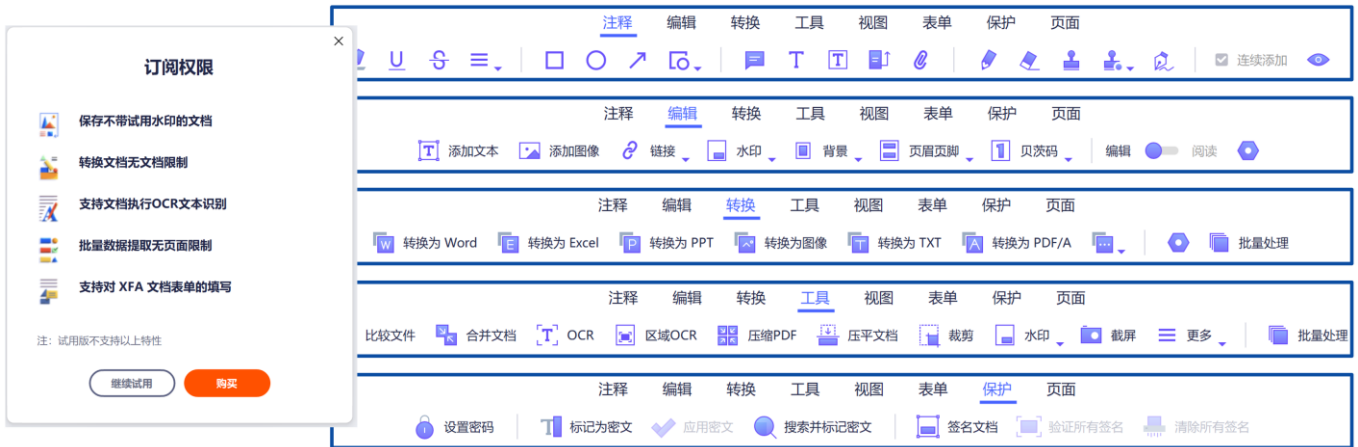
三. 打磨拳头产品——以明星产品万兴 PDF (PDFelement) 为例

公司 PDF 产品经过多年发展, 历经打磨:

- 2009 年, 公司推出 PDF 文档转换工具 PDF to Word, 首次切入 PDF 领域; 同年, 公司强化 PDF 转换功能, 推出文档格式转换产品 PDF Converter。
- 2010 年, 针对 PDF 编辑市场打造功能性产品 PDF Editor。
- 2015 年, 公司进行品牌的全面升级, 推出 PDF 文档解决方案 PDFelement。
- 2018 年, 公司产品回归国内市场, 并于 2019 年发布国内新品牌万兴 PDF, 向进口替代软件市场发起冲击。

万兴 PDF 功能强大, 满足 C 端和 B 端客户的多样化需求。万兴 PDF 具备 PDF 文件编辑、格式转换、OCR 图文转换、注释、电子签名、多文件合并、表单填写、加密以及压缩等全面功能。对于 B 端客户, 万兴 PDF 支持批量部署 (可用工具包括: 组策略、PDQ、SCCM 等) 和多种安装方式 (标准安装与命令行静默安装), 并支持包括 Citrix 和 VMWare 在内的虚拟服务器环境, 满足企业 IT 管理和运营效率要求。根据法国东方汇理银行的案例, IT 工程师只用了不到 2 个小时, 就完成了万兴 PDF 在上千台机器的部署和切换。

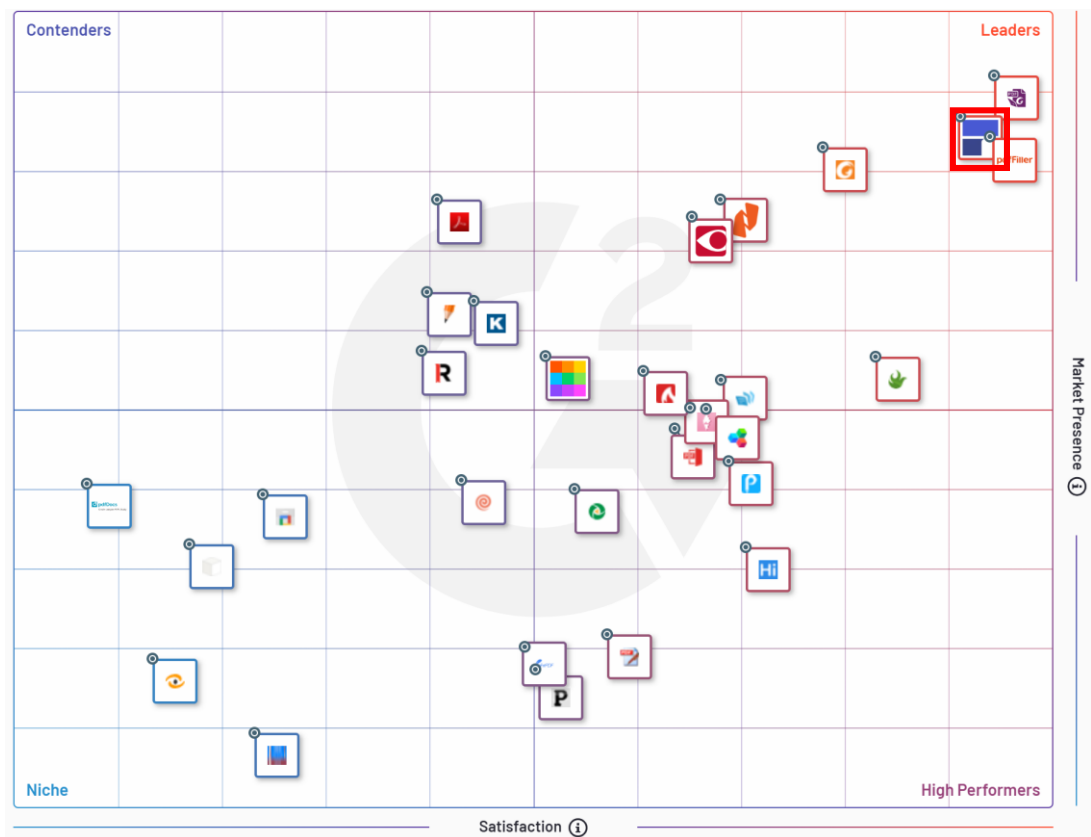
图 24：万兴 PDF 功能一览



资料来源：万兴 PDF 产品界面，国元证券研究所

获得全球权威机构认可，万兴 PDF 确立市场领导者地位。海外最著名的 B2B 软件评测平台 G2 Crowd 将万兴 PDF 评价为“文档创建软件的市场领导者”。此外，万兴 PDF 还斩获了 Vector 网站第 29 届“人气软件大赏”电子文档处理类软件中唯一一项大奖——“最佳产品奖”。

图 25：G2 Grid® for PDF Editor



资料来源：G2 Crowd，国元证券研究所

众多大型企业及高校已经成为万兴 PDF 的客户。根据公司官网披露，万兴 PDF 产品服务的企业客户包括华为、中国联通、国家电投、乐高等国内外大型企业；服务的高校客户包括清华大学、加利福尼亚大学伯克利分校等国内外著名高校。

图 26：万兴 PDF 企业客户案例



资料来源：公司官网，国元证券研究所

企业面临 Adobe Acrobat 的强制升级，万兴 PDF 的高性价比优势显现。Adobe Acrobat XI 已于 2017 年 10 月 15 日停止为其用户提供产品更新服务、安全检测服务等客服支持，用户将面临信息泄露和潜在的法律风险，运营成本也将急剧上升。如果继续使用 Adobe 产品，则必须升级为 Acrobat DC，此时客户将面临被强制采用订阅模式、为不需要的功能买单、复杂的授权政策、过度管理成本极高、高昂的罚金和安全审查费用以及客户服务响应不及时等一系列问题。相对而言，万兴 PDF 的高性价比优势充分显现。

表 8: 万兴 PDF 与 Adobe Acrobat DC 功能对比

功能	万兴 PDF	Adobe Acrobat DC
创建 PDF		
• 从多个文件、类型和扫描仪创建 PDF 文档	√	√
• 创建标准 PDF, 以 ISO 国际标准化组织要求的标准存档	√	√
转换和导出		
• 支持从 Office (Word、Excel、PPT)创建 PDF 文档	√	√
• 支持批量转换 PDF 文档到其它文档	√	√
编辑和修改		
• 编辑文本字体, 段落, 编辑时文本将自动重排	√	√
• 添加、编辑、删除和管理页眉页脚、背景	√	√
• 管理页面 (删除、插入、裁剪和提取), 修改页面尺寸	√	√
• PDF 文件大小优化, 合并多个文件到单个 PDF 文档	√	√
• 添加、编辑、删除和管理 PDF 中的多媒体	×	√
• 导入、合并和扁平化图层, 以及编辑图层	×	√
审阅和批注		
• 突出显示、划掉和下划线文本注释和标记工具	√	√
• 插入预先制作的和自定义的水印	√	√
• 以注释的形式附加文件	√	√
光学识别 (OCR)		
• 使用 OCR 扫描的文档转换为可搜索和可编辑的 PDF 文件	√	√
• 多语言文档的 OCR 文本识别与转换	√	√
创建表单		
• 创建可填写的表单	√	√
• 自动将表格识别成表单域	√	√
• 数据提取 (支持从带表单域和标注的 PDF 文档提取数据)	√	×
协作与共享		
• 添加、查看和导览文件注释, 复制、剪切和粘贴注释	√	√
• 发送文档到内部服务器以进行共享审阅, 追踪已发出审阅的文档	×	√
• 测量距离、周长和面积等测量工具	×	√
保护及签名		
• 添加密文, 将内容从 PDF 文档中永久删除	√	√
• 认证文档并设置权限, 密码加密	√	√
• 支持添加、编辑、删除和管理数字签名	√	√
• 在多个页面的相同位置快速放置签名	×	×

资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

四. 加快推进 SaaS 转型

订阅模式不断延伸用户生命周期，2020 年订阅收入占比已达 46%。2020 年，公司内部设立了专门的云服务中心，目前有近百名高级研发人员。我们认为，公司推进 SaaS 转型将从两个方面促进公司业务：1) 用户获取能力大大提升。公司通过唯一的 Wondershare ID 打通产品和终端，用户可以实现一次注册、随处登录，极大提升用户体验；同时，公司通过多层次的订阅付费定价策略，降低用户使用门槛，使得用户数量快速增加。2020 年，公司新增注册用户数同比增长超过 50%。2) 提升用户留存与复购，LTV 趋势持续向上。公司通过加大云端部署，提升用户粘性，实现流量的留存及复购；同时，公司推出的素材商城 (Filmstock) 等增值服务对 ARPU 值的提升具有重要作用。

表 9: 万兴喵影 (Filmora) 收费情况

类型	子类	价格	特权
中国			
VIP 会员	连续包年	179 元/年	解锁全功能、语音转文字、文字转语音、独家音乐、无品牌水印、2K/4K 导出、热门特效、文字模板
	1 年	199 元/年	
	3 年	419 元/3 年	
素材会员	1 个月	45 元/月	200 万优质素材、50 次/天下载权限、正版保障 (可商用授权)
	连续包月	35 元/月	
	连续包季	89 元/季	
	连续包年	288 元/年	
企业会员	1 人/1 年	699 元/年	解锁全功能、商用授权承诺、绿色客服通道、企业开票、采购文书支持、独家素材版权、批量采购折扣
	3 人/1 年	1999 元/年	
	5 人/1 年	3299 元/年	
美国			
个人会员	订阅	51.99 美元/年	解锁全功能、无品牌水印、免费技术支持
	捆绑订阅	111.99 美元/年	解锁全功能、无品牌水印、免费技术支持、素材库
	授权	79.99 美元	解锁全功能、无品牌水印、免费技术支持、1 个月素材库 (后续 9.99 美元/月)
企业会员	年度订阅	155.88 美元/年	解锁全功能、公司使用权限、商用授权承诺、多用户控制、批量折扣、绿色客服通道
教育会员	月度订阅	19.99 美元/月	解锁全功能、无品牌水印、免费技术支持
	年度订阅	40.99 美元/年	
	授权	49.99 美元	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

注：美国地区授权模式下仅在 Filmora X 大版本内可提供更新

素材会员不仅为公司带来更多的长尾收入，同时也显著强化了 Filmora 的领先优势。公司携手 Pond5、JumpStory、视觉中国等全球知名版权素材服务商，极大地扩充了素材商城平台的资源数量，提升高级会员销售占比的同时，也增强了素材商城核心订阅的变现能力 (中国地区需单独购买素材会员，美国地区需购买捆绑订阅计划或授权版本月付 9.99 美元)。

图 27：万兴喵影素材库

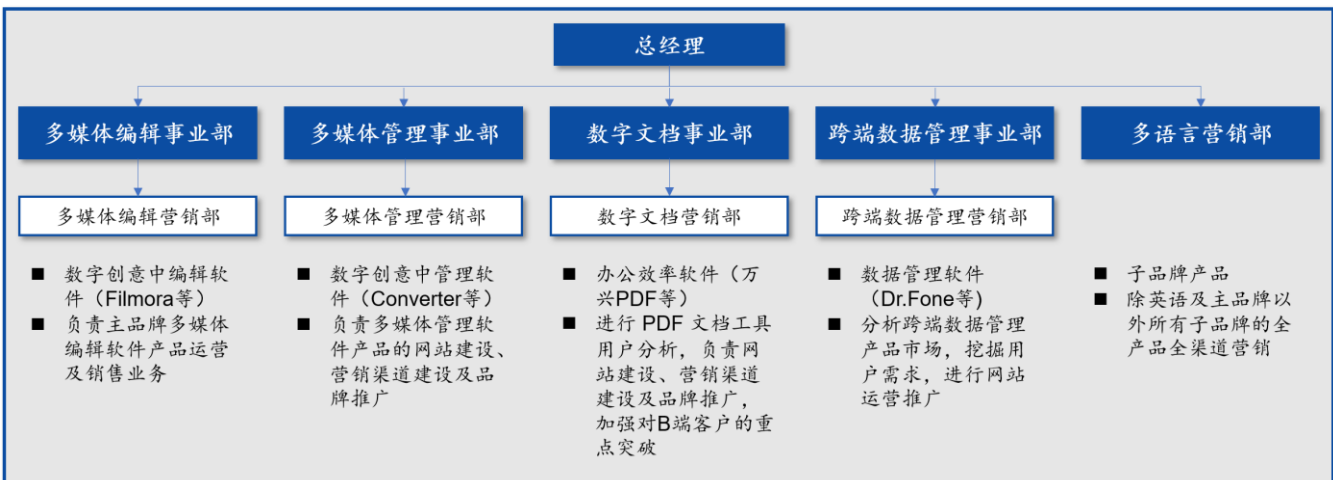


资料来源：公司产品，国元证券研究所

3.1.2 营销力：全球知名搜索引擎导流，无限贴近新生代用户

五大营销部负责主品牌与子品牌全产品全渠道营销。根据公司招股说明书，公司营销体系分工清晰，下设多媒体编辑营销部、多媒体管理营销部、数字文档事业部以及跨端数据管理营销部，分别负责主品牌不同产品线的营销工作；同时，设立多语言营销部负责子品牌的营销工作。

图 28：公司营销体系及各部门主要职责



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

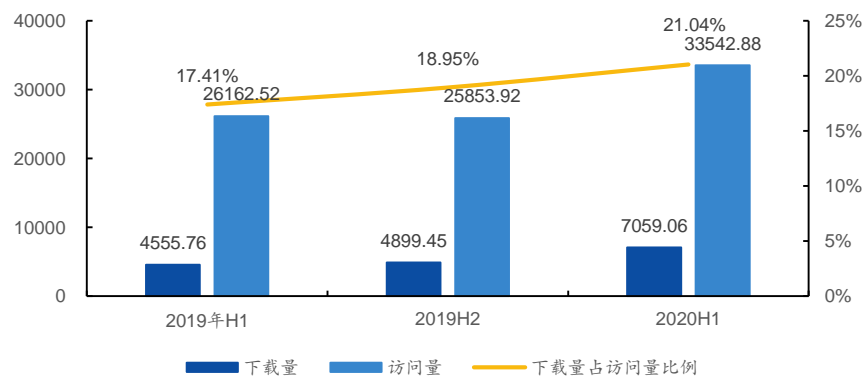
公司采用了直销、非直销模式（经销/分销）相结合的互联网线上销售模式，多种销售模式为公司产品销售提供了高效、经济和丰富的互联网营销渠道。

- 直销模式：客户登录公司网站购买软件，公司直接销售产品，通过第三方支付平台收取销售款。
- 经销模式：客户通过第三方平台完成货款支付后，第三方平台发送采购需求，公司向客户发送产品注册码，客户激活软件即可使用。
- 分销模式：公司将软件产品通过互联网发送至分销商平台，后者提供整体推广、用户引流以及支付服务，客户在分销商平台上直接付费下载，无需产品注册码即可使用。

充分利用非直销平台本地化优势，大力拓展发展中国家和地区市场。根据公司公告，2020年上半年，公司非直销模式收入为2.37亿元，同比增长72.22%，占消费类软件业务收入比例由上年同期的43.76%提升至50.45%。公司加大拓展南美洲、中美洲、南亚、东南亚等发展中国家和地区市场，而非直销平台在本地化销售、结算渠道等方面占据优势，因此使用其进行支付的用户增加。

直销模式下，公司自建平台访问量及下载转换比例持续提升。直销模式下，主要通过自建电子商务平台将自主研发的软件产品销售给终端用户，并与PayPal等第三方支付平台签署代收付款协议。根据公司公告，2020年上半年，公司电子商务平台网站访问量同比增长28.21%，呈稳步增长趋势；同期网站产品下载量同比增长54.95%，呈较快速度增长。

图 29：自建平台网站下载量占访问量比例（单位：万次）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

一、营销竞争力分析：充分利用搜索引擎导流能力，采购成本动态调整价格公允

公司自建平台的访问和下载量快速提升，得益于长期合作的搜索引擎的导流效果。根据Alexa数据，截至2020年底，公司主要电子商务网站全球排名600位，主要电子商务网站年度累计访问量达6.47亿次，年度产品累计下载量达1.34亿次。公司网站流量的快速增长得益于与知名搜索引擎的合作：1)公司于2007年开始与Google合作，2019年开始与Google官方授权的代理商合作；2)2017年开始与百度国际科技（深圳）有限公司进行合作；3)2020年开始与Bing的区域代理商

西窗科技合作。

为什么与搜索引擎合作——向大量分散终端用户精准投放。公司建立了多种营销渠道，其中，搜索引擎付费广告营销方式是公司获得网络流量最重要的方式。公司专注于消费类软件产品，终端用户具有分布广泛、数量众多、单次购买金额较小等特点，传统的营销方式难以实现广告效果，而搜索引擎付费广告依托互联网，具有将广告精准投向不同地区、不同时段、不同语言的终端用户的特点。

采购成本基于单次点击成本和投入产出比动态调整。Google、Bing、百度的付费广告对单个关键词广告投放的价格主要采用全球/全国公开竞价的方式，公司根据广告关键词的热度、与产品的相关性、转换率等多种因素提出单次点击价格。公司在投放时确定最高价，搜索引擎厂商则会根据竞价情况计算实时点击价格，如果该价格高于公司的最高出价，则公司广告不会出现在搜索广告中。

表 10：2020 年上半年主要广告服务供应商采购金额与占比情况

服务供应商名称	合作方式	采购额（单位：万元）	占广告宣传费比重
Google Asia Pacific Pte.Ltd.	Google 付费广告、搜索引擎优化	8999.24	49.36%
Great Logic Technology Co., Limited	Google 付费广告	1973.88	10.83%
西窗科技（苏州）有限公司	Bing 付费广告	1314.80	7.21%
THE SEVENS MARKETING CONSULTING LIMITED	Google 付费广告	745.29	4.09%
百度国际科技（深圳）有限公司	百度付费广告	637.36	3.50%
合计		13670.58	74.99%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注 1：付费广告指公司通过在 Google、Bing、百度等搜索引擎投放关键字广告（包括文字、图片及视频）的付费网络推广方式

注 2：搜索引擎优化指公司从 Google、Bing、百度等搜索引擎中获得更多的免费流量，从网站结构、内容建设方案、用户互动传播、页面等角度进行合理规划，使网站更适合搜索引擎的索引原则的行为

二. 营销竞争力分析：不断加强品牌定位，打造新生代用户青睐的新锐形象

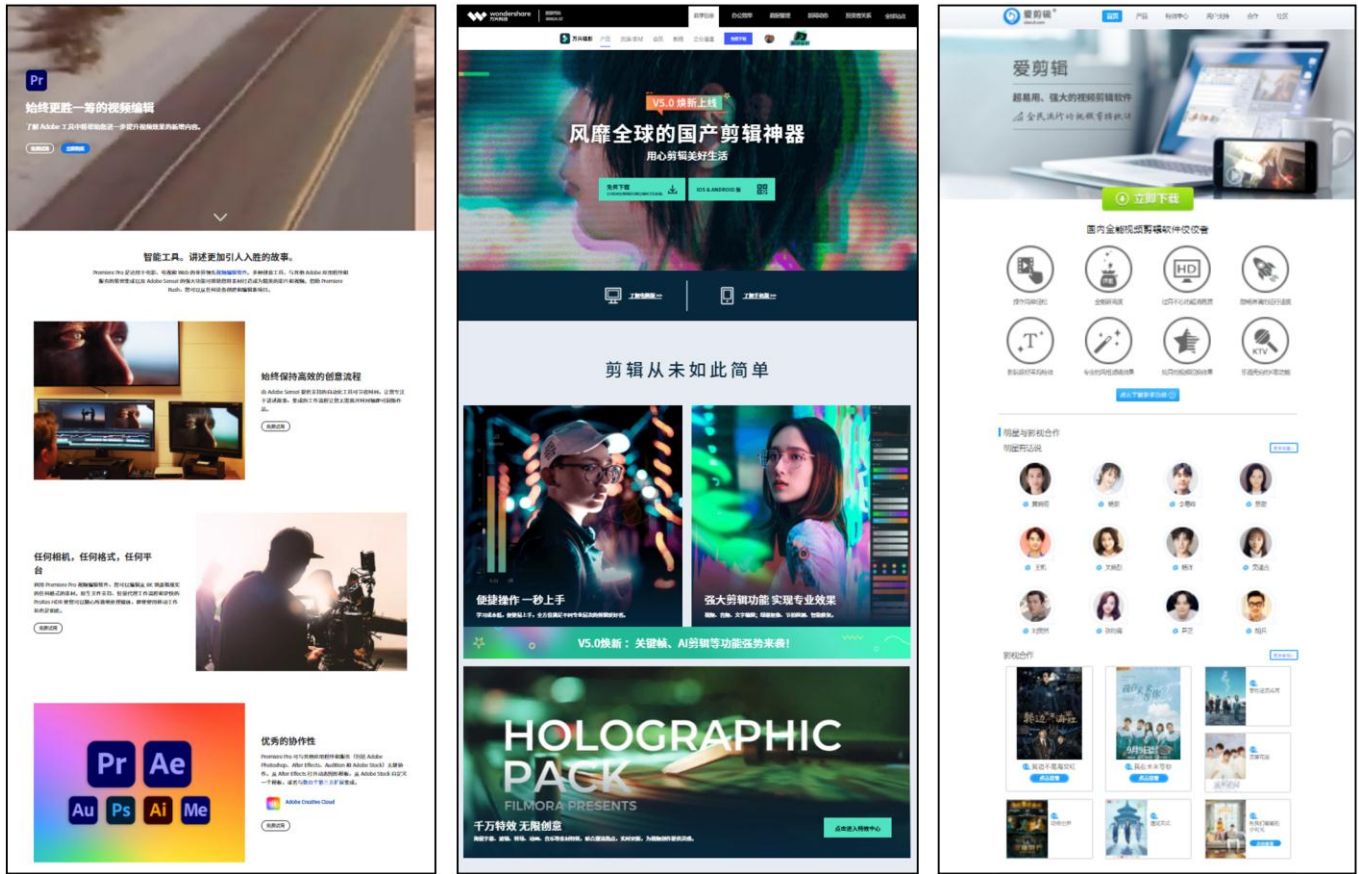
近年来，公司品牌多次升级焕新：

- 2018 年初，公司对集团 VIS 进行了全方位升级，由全球顶级的品牌形象设计公司 Moving Brands 与公司北美运营中心的创意与设计人员共同完成。伴随更加简洁大方的新 Logo，公司以全新的形象拥抱更多年轻和充满活力的用户。
- 2019 年，公司进行了官网整体更新，不仅对 VIS 进行了一定的升级，更对各大业务群进行了详细的区分。
- 2020 年 5 月，公司发布“数字创意·大有可为”全新品牌形象海报，并对全球各官网站点进行形象升级，正式宣布品牌全方位焕新，涵盖品牌定位、品牌使命、品牌视觉、产品名称等。

品牌升级背后的逻辑，是对“Video first”的趋势和新生代消费需求的敏锐洞察。随着短视频兴起，不仅打开了数字创意广阔的蓝海空间，也给公司带来新一轮的发展契机。公司持续优化升级，使品牌定位于数字创意主赛道，升级后的品牌视觉更加年轻化，也更加受到新生代创意用户青睐。以明星产品 Filmora 为例，Filmora 的产品定位于 Vlogger、网红等年轻用户群体，其中文产品名称经历了数次升级，亦是

为了迎合目标用户群体的需求；2017年6月，万兴神剪手发布；2019年4月，正式更名为喵影工厂；2020年9月，正式更名为万兴喵影。

图 30：Pr（左）、万兴喵影（中）、爱剪辑（右）官网界面对比



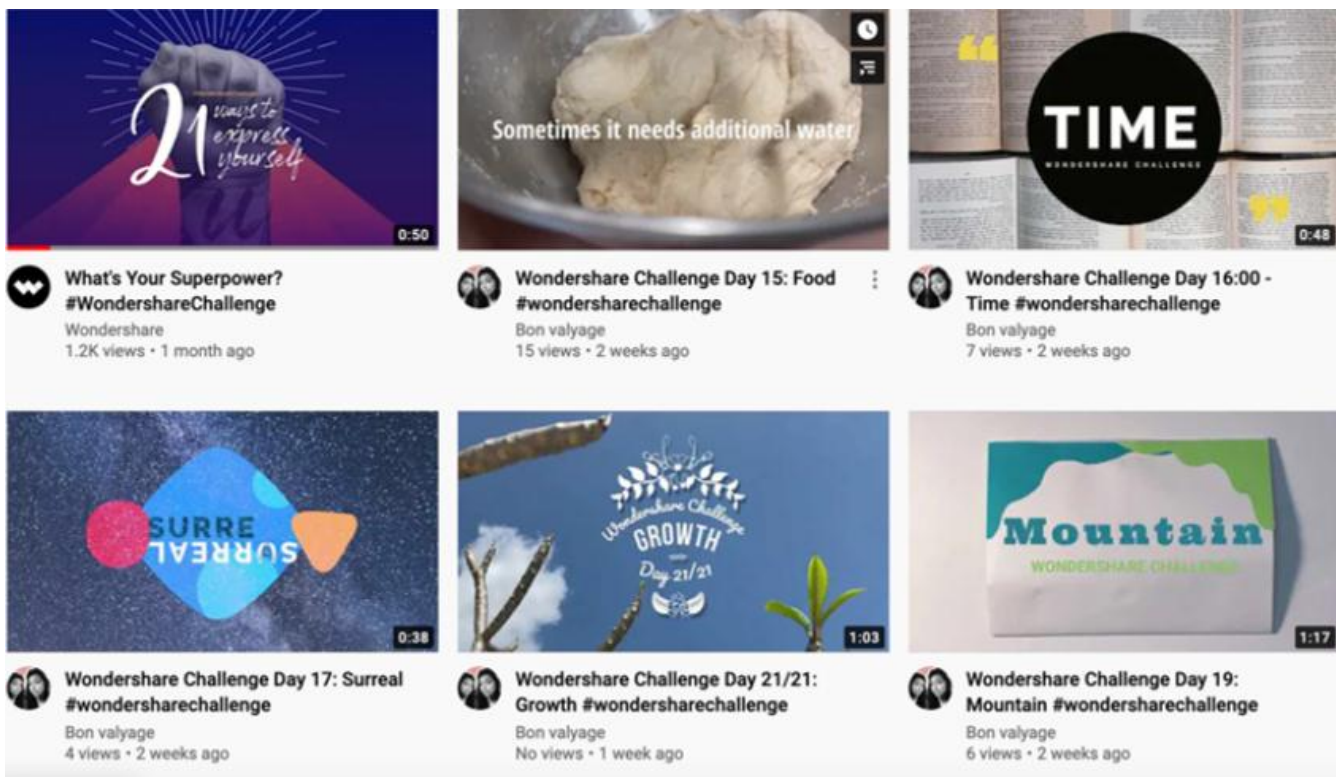
资料来源：各公司官网，国元证券研究所

三. 营销竞争力分析：不拘一格的多样化营销方式，多触角接触潜在客户群体

开展多种营销活动，利用网络红人推荐及大赛形式进行话题营销。公司通过在各个社交媒体上开展活动，吸引网友对产品测评及使用，收获大量话题与互动，为品牌推广做出较大贡献。2020年，公司大幅增加网红费用投入，通过与头部网红合作，快速扩大产品知名度、下载量，增强流量来源多样性和品牌影响力。

- 2020年3月，公司围绕国产软件主题，启动了“国产软件安利”活动，邀请用户开展软件评测安利。活动仅上线三天，微博话题阅读量已经超过200万，讨论超5000，B站话题阅读量超170万，讨论量超1500。
- 2021年3月，公司在Facebook、Instagram、Twitter和YouTube等社交媒体上发起了“WondershareChallenge (21天创意挑战)”活动。在21天中，超过100位作者面向21个不同主题参与并发布了超过2000个原创作品，并获得了280万次阅读量和2万次互动。

图 31: Facebook 上“WondershareChallenge”的相关视频



资料来源：公司官网，国元证券研究所

充分利用 B 站、知乎等渠道，深度下沉到潜在客户群体。除了微信公众号以外，公司还在 B 站、知乎等流量聚集的互联网平台开设官方账号，发布软件的教程，解答用户的疑问，并进行产品的宣传，与网友进行实时的交流。我们认为，公司利用此类平台进行品牌宣传，具有以下优势：1) 更好地打造品牌形象：根据我们观察，公司账号在此类平台上与用户/潜在用户形成良好互动，收获了较为正面的评价，对公司形象具有提升作用。2) 精准投放：视频平台与问答社区等平台会根据搜索内容与算法推荐为用户显示相应内容，因此公司账号面向的用户已经经过了平台的筛选。3) 与售后客服形成互补：公司在此类平台上发布教程具有规模效应，不仅可以在一定程度上打消潜在购买客户的部分疑虑，也可以对售后客服工作形成有效补充，保障了用户使用，提升留存率。

图 32: B 站上公司官方账号积极发布视频吸引粉丝



资料来源: 哔哩哔哩, 国元证券研究所

图 33: 知乎上公司官方账号较为活跃



资料来源: 知乎, 国元证券研究所

与友商相比, 公司对社区平台账号的运营更为重视。根据我们观察, 在 B 站、知乎等平台上, 公司账号的活跃程度高于友商。

表 11: 万兴喵影、爱剪辑、快剪辑知乎账号运营情况

官方账号	关注(人)	回答(个)	视频(个)	文章(篇)	专栏(个)	想法(个)
万兴喵影	21382	830	279	127	5	115
爱剪辑	3788	946	49	75	1	6
快剪辑	621	38	0	8	0	0

资料来源: 知乎, 国元证券研究所

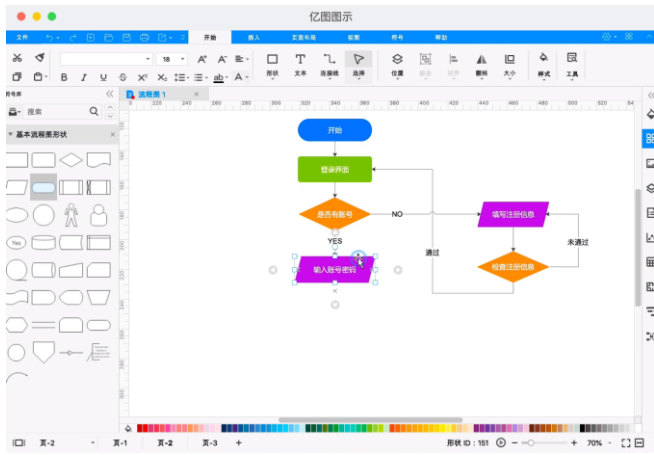
注: 截至 2021 年 7 月 2 日

3.2 外延发展: 产品拼图逐渐完整, 前瞻布局未来方向

3.2.1 收购亿图: 切入办公绘图市场

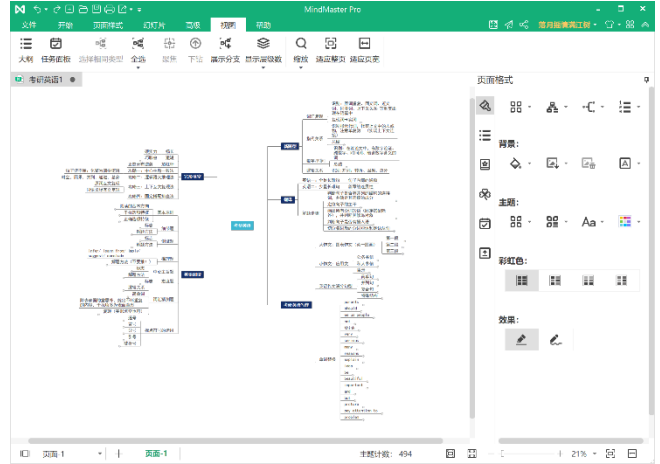
2019 年 5 月, 公司作价 1.28 亿元, 收购深圳市亿图软件有限公司 51% 的股权。亿图软件立足于绘图软件领域, 自主研发了亿图图示 (EdrawMax)、思维导图 (MindMaster) 等软件, 为用户提供了一系列高效易用的流程管理、组织架构、平面设计 and 信息数据绘制软件。

图 34：亿图图示 (EdrawMax)



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 35：思维导图 (MindMaster)



资料来源：公司官网，国元证券研究所

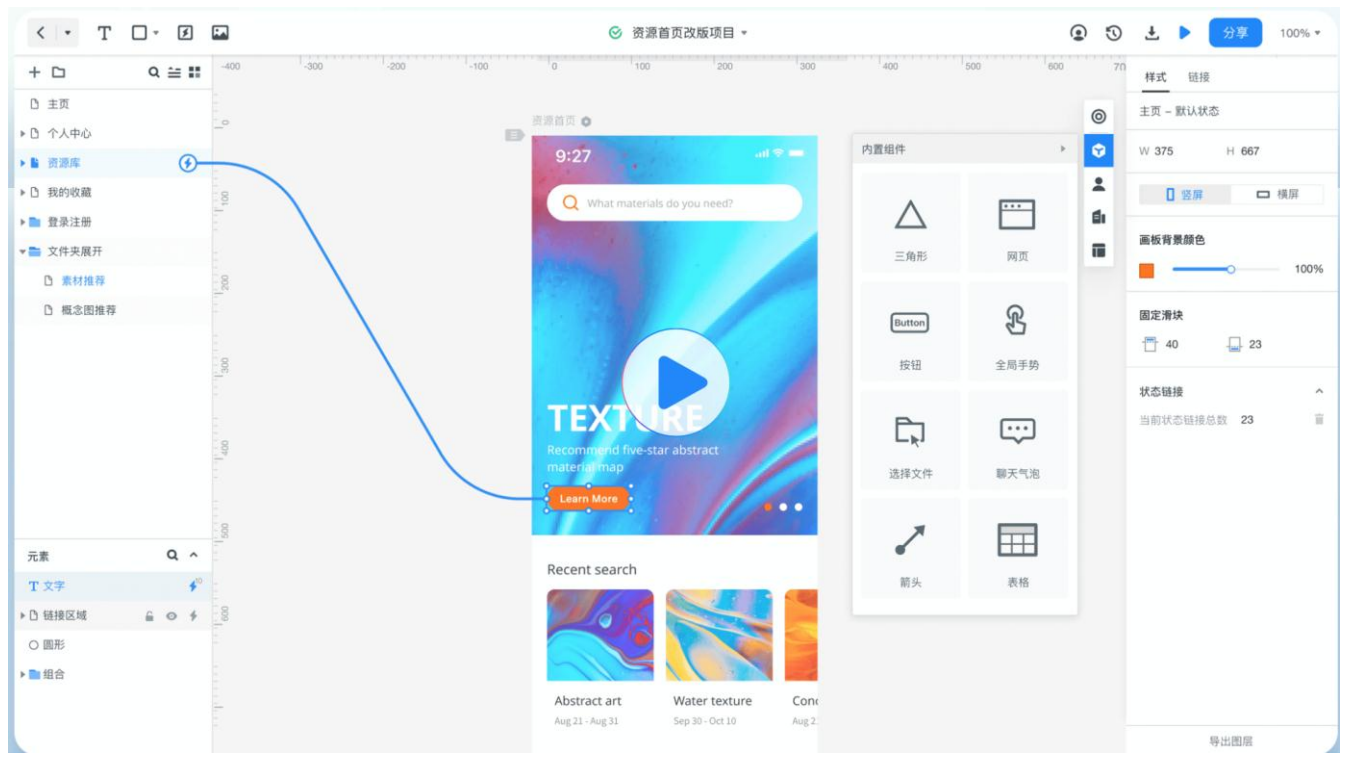
公司与亿图软件在产品技术、营销渠道等方面互补性很强，业务模式及经营理念上的高度契合。

- 产品技术方面：公司以往的产品矩阵中，办公软件以 PDFelement 为代表的文档处理软件为主，而办公绘图类市场近年来在国内外增长迅速。通过本次收购：1) 有利于公司进一步加强办公软件领域的渗透、拓宽产品矩阵，满足客户需求。2) 有利于公司快速进入办公绘图市场，节省研发投入，并进一步把握国产软件替代的黄金发展期，优化自身产业布局、提高公司盈利能力。
- 营销渠道方面：公司通过多年的积累，在海外营销上逐渐摸索出高回报、智能化的推广模式。通过本次收购，公司将赋能亿图软件，提高其营销效率，共同做大办公绘图类业务，推动公司业务发展上升至新的台阶。

3.2.2 收购墨刀：补足原型图设计空缺

2020 年 4 月至 12 月，公司陆续通过股权转让协议等方式收购北京磨刀刻石科技有限公司 65.66% 股权。磨刀刻石立足于原型图设计领域，旗下主要产品为国内知名在线原型设计平台——墨刀。墨刀针对云端与移动端应用程序的研发需求，为软件开发人员及产品经理提供高效、高质、易用的在线原型图设计及协同软件，提升产品开发、交互设计及产出效率。

图 36：墨刀原型图设计界面



资料来源：墨刀官网，国元证券研究所

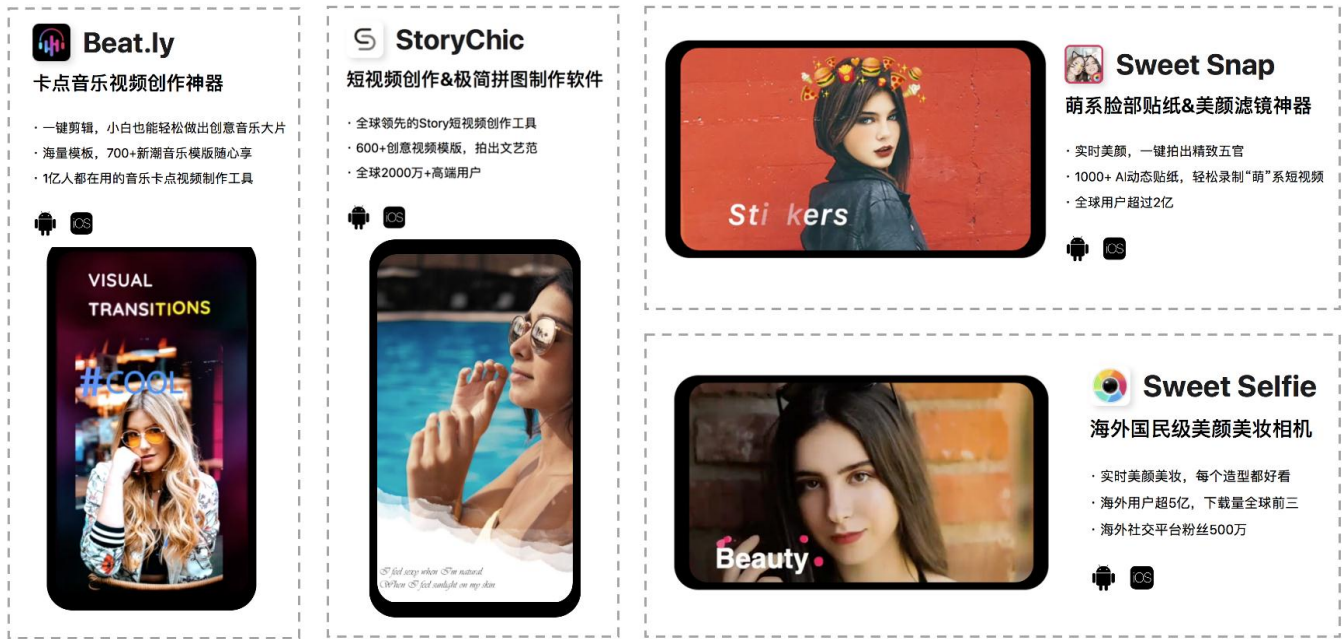
墨刀和公司的亿图软件均属于协同软件，此次投资墨刀属于公司在产业链上的横向拓展，具备协同效应。

- 墨刀与亿图的应用场景和实现功能不同，可以补足公司在原型图设计领域的空缺，实现业务和技术的互补。
- 墨刀的云端协作功能符合未来发展趋势，有利于推进公司 SaaS 化进程。

3.2.3 收购格像科技：提升视频创意竞争力

2021年6月，公司作价2.14亿元收购杭州格像科技有限公司72.44%股权。格像科技专注于海外移动端视频创意类软件，也是目前中国优秀的出海移动互联网公司之一。在 App Annie《2021年度中国厂商出海30强下载榜》中，格像科技位列16强。自2014年创立以来，格像科技推出了 Sweet Selfie、Sweet Snap、Story Chic、Beat.ly 等一系列全球知名 APP，基于人脸识别、深度学习、美颜算法等 AI 技术为用户提供视频裁剪、美妆美颜、滤镜等编辑功能，帮助用户在移动端便捷地完成创意作品。截至2020年底，格像科技旗下产品全球累计用户超过8亿，日活跃用户超1000万，市场已覆盖全球超过50个国家和地区。

图 37：格像科技部分创意产品



资料来源：格像科技官网，国元证券研究所

收购格像科技有利于公司实现数字创意多端布局与协同，快速扩大用户量，把握视频创意类软件的黄金发展期。

- 技术方面：格像科技在视频及图像技术算法方面有多年的技术沉淀，可以填补公司在人脸美颜美妆、深度学习特效等技术方面的不足，增强公司在视频创意技术领域竞争力，有效减少研发成本，缩短研发周期。
- 用户方面：公司与格像科技的累计用户均达数亿，用户之间可以互补，减少市场营销费用，降低引流成本。
- 资源方面：通过整合两家公司素材资源和创意团队，可以扩大素材资源来源、降低成本，提升用户活跃度及销售收入。

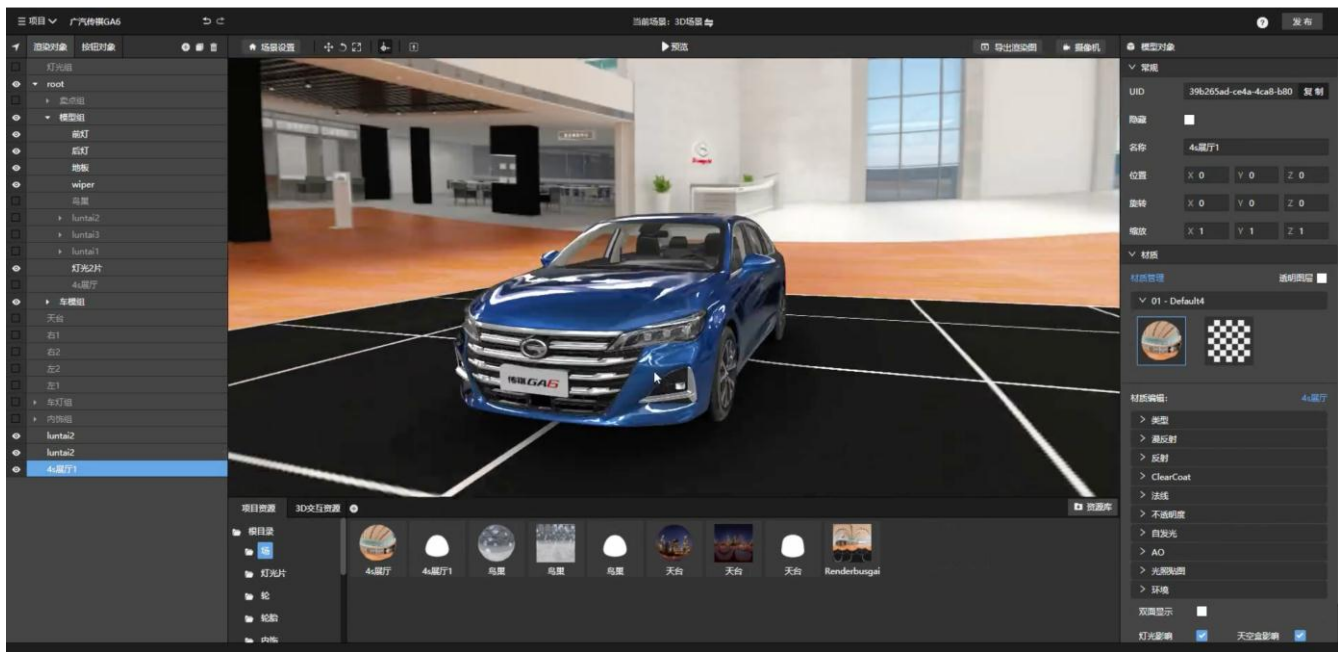
3.2.4 投资实时 3D 云平台：前瞻布局 AR/VR 市场

2021年6月，公司宣布已完成对国内领先的实时3D云平台提供商广州引力波信息科技有限公司的投资。广州引力波信息科技有限公司成立于2018年，是国内领先的云端实时3D数据及应用开发平台提供商，也是国内唯一拥有自主云端3D引擎及PaaS云平台的公司。其主要产品Realibox是集“构建、管理、应用”为一体的一站式3D数据及应用平台，该平台包括Realibox Studio云端3D编辑器、Realibox Hub 3D数据管理协同平台及Realibox Open 3D开发云平台，能够帮助客户（企业）解决研发设计、供应链协同及数字营销等过程中存在的效率问题，更好地释放数据的价值，降本增效，实现产业数字升级与创新。

目前，Realibox的客户已覆盖交通运输、3C电子、时尚消费、家居、智能设备等行业，包含广汽、本田、东风、海尔、格力、利丰、中国电科等诸多行业龙头标杆

企业。近年来，Realibox 还入选了百度 AI 加速器、微软 AI 加速器并入驻阿里云市场，成为“百度智能云”官方指定 3D 内容制作平台、云平台优选 SaaS 产品、阿里云市场生态 3D SaaS 合作伙伴。

图 38: Realibox 实时 3D 云平台



资料来源：Realibox 官网，国元证券研究所

公司在 XR (VR/AR/MR) 市场的首笔投资，是面向 XR 时代的前瞻布局之举。XR 已经成为未来科技发展的重要趋势，我们认为，此次投资的意义重大，有望助力公司在 XR 市场及关键的 3D 工具软件领域取得先发优势，为公司的长期发展带来增长新动能。

3.3 鸿蒙生态：牵手华为拥抱鸿蒙，加速推进移动端和国产化

2021 年 6 月 2 日，万兴喵影亮相华为鸿蒙操作系统及全场景新品发布会，成为全球首款搭载鸿蒙 OS 的华为平板 HUAWEI MatePad Pro 唯一预装视频创意软件。此外，华为平板新品海外版也同步预装了万兴喵影海外版 Wondershare FilmoraGo。

万兴喵影 HD 2.0 版本在发布会上首发，将随华为平板新品同步上架华为线上商店，并随平板样品上架华为 8000+ 线下门店。万兴喵影 HD 2.0 版本是公司定制打造的一款智能化、大屏移动视频创意软件产品，此次华为新出货平板产品均将预装万兴喵影 HD 2.0 版本。

图 39：万兴喵影为 HUAWEI MatePad Pro 唯一预装视频创意软件

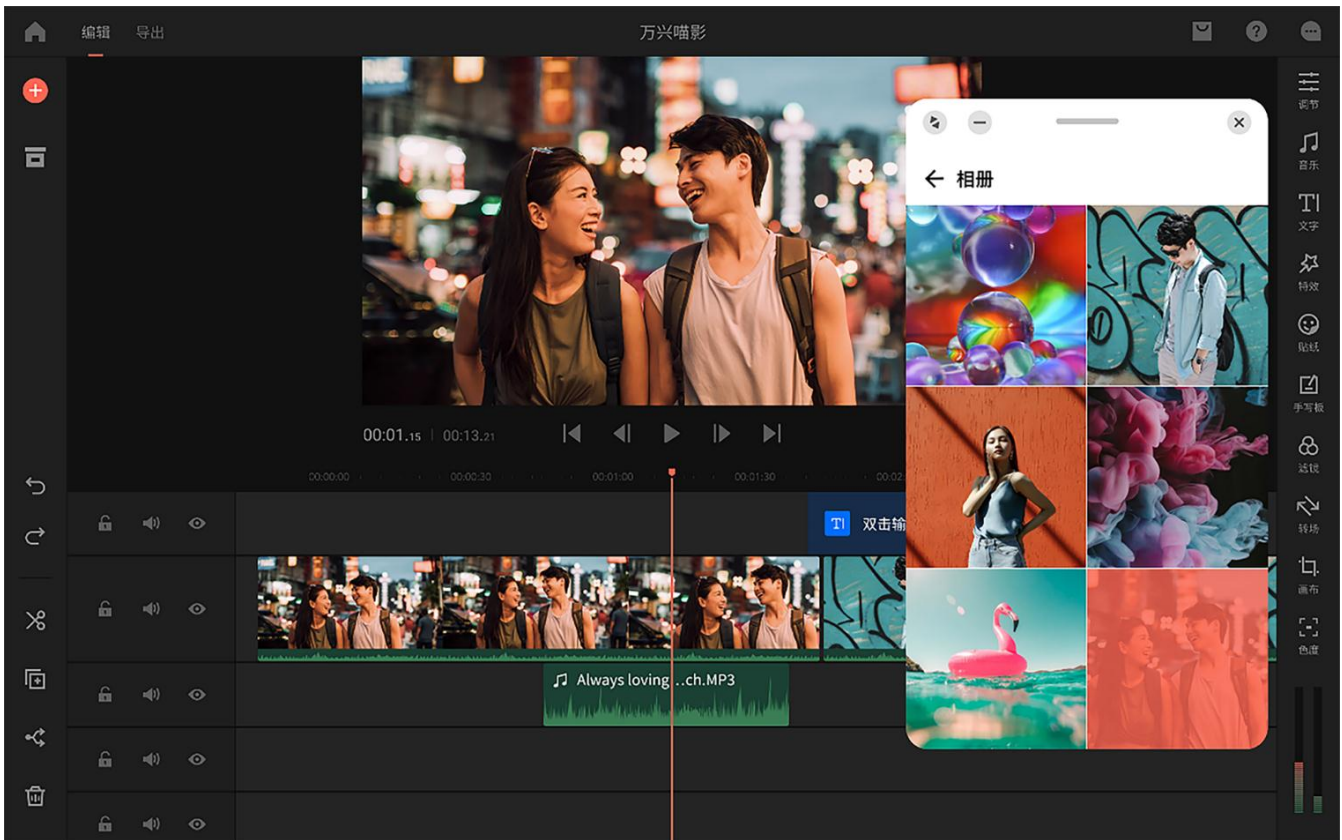


资料来源：公司官网，国元证券研究所

万兴喵影 HD 2.0 版本针对华为 PAD 终端性能优势推出大量特色功能。经过迭代的万兴喵影 HD，在延续多屏协同、无绿幕抠像、多轨编辑和逐帧查看等功能优势基础上，进一步集成华为 HMS 技术，针对华为 PAD 新增了华为键盘、华为云盘、华为手写笔、语音识别与朗读、4K/60 帧导出等特色功能：

- 首次推出 4K/60 帧导出功能，大幅高出市场常规的 1080p；
- 语音合成服务支持将文字信息转换为语音输出；
- 提供独立轨道、时间线缩放等专业级视频编辑功能；
- 资源商城内置海量资源素材，可高效助力用户随时随地创造精彩。

图 40：万兴喵影 HD 2.0 版本界面及多屏协同功能展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

我们认为，公司牵手华为，拥抱鸿蒙生态，是顺应国产化和移动化浪潮的重要举措。

- 此次合作，以华为平板为切入点，预计将形成示范效应，推进公司产品在其他移动终端的应用。根据 IDC 的数据，2020 年华为平板以约 1600 万的出货量排名全球第三，国内第二（其中 Q3 为第一）。
- 公司作为国产数字创意软件领先企业，有望利用自身优势和经验持续赋能华为生态建设，加码公司产品在以华为为代表的国产生态市场的渗透，共同推进国产生态布局。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设:

公司是全球领先的新生代数字创意赋能者。目前,公司业务主要分为三大板块,分别是:数字创意软件、数据管理软件、办公效率软件,2020年收入占比分别为55.49%、25.89%、17.08%,我们按照这几个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

1. 数字创意软件:2019-2020年,公司数字创意软件收入分别为3.48、5.42亿元,增速分别为20.73%、55.53%。视频流正成为全球主流的信息表达与消费方式,视频创意产业快速崛起,呈现出全民化趋势,AI和5G技术给视频行业发展带来新动力。公司目前已经打造以万兴喵影(Filmora)等明星产品为首的数字创意全家桶软件,在产品力和营销力方面具备行业竞争优势,在鸿蒙生态的持续推进下有望加速移动端的渗透。预计2021-2023年数字创意软件收入分别为7.22、9.40、12.08亿元,增速分别为33.21%、30.21%、28.54%。参考过去两年的毛利率情况,预测未来三年毛利率将维持在95-96%的区间。
2. 数据管理软件:2019-2020年,公司数据管理软件收入分别为2.18、2.53亿元,增速分别为22.58%、15.91%。虽然同比增速放缓,但我们认为数据管理市场机会犹存:1)随着企业和个人大数据量不断增长,数据安全(备份、恢复等)越来越受到用户重视。2)用户存储数据习惯逐渐由本地存转向云端,由PC转向移动端,移动+云模式的数据管理成为新的需求增长点。预计2021-2023年数字管理软件收入分别为2.81、3.09、3.38亿元,增速分别为11.19%、10.05%、9.12%。参考过去两年的毛利率情况,预测未来三年毛利率将维持在94-96%的区间。
3. 办公效率软件:2019-2020年,公司办公效率软件收入分别为1.00、1.67亿元,增速分别为77.35%、67.33%。公司持续探索文档SaaS化,提升产品性价比,预计将在国产软件推广的大环境下受益。预计2021-2023年办公效率软件收入分别为2.31、3.10、4.05亿元,增速分别为38.54%、34.12%、30.55%。参考过去两年的毛利率情况,预测未来三年毛利率将维持在94-95%的区间。
4. 其他:2019-2020年,该业务收入分别为0.37、0.15亿元,增速分别为58.35%、-59.59%。未来,公司将继续聚焦软件主业,预计其他业务将进一步减少。预计2021-2023年该业务收入为0.13、0.12、0.11亿元,增速分别为-10.54%、-9.32%、-8.61%。参考过去两年的毛利率情况,预测未来三年毛利率将维持在29-30%的区间。

表 12: 公司收入拆分 (单位: 百万元)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
数字创意软件					
收入	348.31	541.72	721.63	939.63	1207.80
增长率	20.73%	55.53%	33.21%	30.21%	28.54%
毛利率	97.68%	96.01%	95.91%	95.62%	95.38%
数据管理软件					
收入	218.14	252.85	281.14	309.39	337.61
增长率	22.58%	15.91%	11.19%	10.05%	9.12%
毛利率	97.68%	95.88%	95.57%	95.18%	94.79%
办公效率软件					
收入	99.70	166.83	231.12	309.99	404.69
增长率	77.35%	67.33%	38.54%	34.12%	30.55%
毛利率	97.68%	95.31%	94.82%	94.57%	94.36%
其他					
收入	37.32	15.08	13.49	12.23	11.18
增长率	58.35%	-59.59%	-10.54%	-9.32%	-8.61%
毛利率	25.90%	30.77%	29.48%	29.41%	29.19%
合计					
收入	703.47	976.48	1247.38	1571.25	1961.28
增长率	28.78%	38.81%	27.74%	25.96%	24.82%
毛利率	93.88%	94.85%	94.91%	94.81%	94.69%

资料来源: Wind, 国元证券研究所

可比公司估值:

公司主营业务为消费类软件, 国内上市公司中相同类型的公司较少, 我们选取金山办公 (主要产品为 WPS 办公软件等) 和福昕软件 (主要产品为福昕 PDF 等) 为可比公司。根据 Wind 一致预期, 公司目前的 PE 估值水平显著低于两家可比公司的平均水平, 考虑到公司目前良好的发展态势, 我们认为公司目前的 PE 估值水平较为合理, 公司具备较好的长期投资价值。

表 13: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
688111.SH	金山办公	387.05	1784.30	1.90	2.61	3.55	4.73	215.76	148.24	108.97	81.78
688095.SH	福昕软件	227.99	109.75	2.39	3.34	4.54	5.64	101.05	68.36	50.25	40.42
	平均	-	-	-	-	-	-	158.41	108.30	79.61	61.10
300624.SZ	万兴科技	54.87	71.30	0.96	1.29	1.67	2.11	56.93	42.55	32.91	26.01

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 可比公司均采用 Wind 一致预期, 收盘价的日期为 2021 年 7 月 9 日

投资建议:

公司是全球领先的新生代数字创意赋能者, 紧抓数字创意产业的历史机遇, 未来成

长空间较为广阔。预计公司 2021-2023 年的营业收入为 12.47、15.71、19.61 亿元，归母净利润为 1.68、2.17、2.74 亿元，EPS 为 1.29、1.67、2.11 元/股，对应 PE 为 42.55、32.91、26.01 倍。目前计算机（申万）指数 PE TTM 为 54.8 倍，考虑到数字创意赛道处于高速发展期、公司在产品和营销方面的竞争优势、鸿蒙生态有望加速推进公司移动端产品的发展等因素，给予公司 2021 年 55 倍的目标 PE，目标价为 70.95 元。首次推荐，给予“买入”评级。

5.风险提示

1. **海外业务发展不及预期：**目前公司主要营业收入仍来自海外市场，面临海外政策和贸易环境变化的风险。
2. **行业竞争加剧：**随着互联网厂商利用流量优势切入视频创意赛道，行业面临竞争加剧风险。
3. **付费率提升不及预期：**如果国内用户版权意识和付费率提升不及预期，则会影响公司软件的收入增长。
4. **鸿蒙生态推进不及预期：**如果鸿蒙生态整体推进不及预期，则可能会影响公司移动端拓展速度。
5. **商誉减值：**公司收购亿图与磨刀刻石形成商誉，截至 2020 年年底商誉余额为 1.48 亿元。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	555.82	547.99	712.29	937.71	1210.10
现金	94.70	121.74	274.22	481.87	732.87
应收账款	16.48	23.71	30.19	38.97	49.23
其他应收款	7.38	14.46	18.34	22.94	28.05
预付账款	10.78	14.79	15.38	19.22	23.92
存货	8.59	0.36	1.15	1.42	1.77
其他流动资产	417.89	372.94	373.02	373.29	374.27
非流动资产	347.14	516.42	549.03	552.17	556.54
长期投资	49.16	47.99	48.89	49.86	50.37
固定资产	141.53	143.87	144.38	145.25	146.45
无形资产	2.66	2.06	2.95	4.01	5.23
其他非流动资产	153.78	322.50	352.81	353.05	354.49
资产总计	902.96	1064.41	1261.32	1489.88	1766.63
流动负债	125.96	170.45	223.16	264.44	306.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3.91	2.59	3.26	4.18	5.33
其他流动负债	122.06	167.87	219.90	260.25	301.29
非流动负债	76.63	65.60	64.12	64.39	63.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	76.63	65.60	64.12	64.39	63.80
负债合计	202.60	236.05	287.28	328.83	370.42
少数股东权益	-31.01	-24.11	-20.04	-14.92	-8.96
股本	81.43	129.95	129.95	129.95	129.95
资本公积	360.87	317.82	317.82	317.82	317.82
留存收益	319.43	416.29	557.89	739.77	968.96
归属母公司股东权益	731.37	852.47	994.08	1175.97	1405.17
负债和股东权益	902.96	1064.41	1261.32	1489.88	1766.63

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	123.24	195.36	200.12	230.23	277.50
净利润	80.18	134.03	171.66	221.77	280.11
折旧摊销	15.95	15.85	13.28	13.68	14.08
财务费用	-0.76	0.24	-5.94	-11.34	-18.22
投资损失	-18.98	-16.90	-16.73	-17.16	-16.97
营运资金变动	23.23	41.50	35.04	17.25	11.49
其他经营现金流	23.62	20.63	2.81	6.02	7.00
投资活动现金流	-179.58	-130.41	-27.60	0.85	0.22
资本支出	16.15	119.38	10.21	11.27	12.36
长期投资	132.50	12.76	0.90	0.97	0.51
其他投资现金流	-30.93	1.72	-16.49	13.09	13.09
筹资活动现金流	-12.91	-43.81	-20.04	-23.42	-26.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.29	48.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	26.29	-43.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-39.48	-49.28	-20.04	-23.42	-26.73
现金净增加额	-68.93	21.28	152.48	207.65	251.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	703.47	976.48	1247.38	1571.25	1961.28
营业成本	43.08	50.28	63.46	81.54	104.13
营业税金及附加	3.25	5.50	6.86	8.48	10.39
营业费用	337.17	440.82	554.21	684.91	838.64
管理费用	102.83	142.06	156.80	195.78	242.81
研发费用	155.57	218.61	316.98	405.74	517.32
财务费用	-0.76	0.24	-5.94	-11.34	-18.22
资产减值损失	-0.95	-3.03	-2.87	-2.61	-2.39
公允价值变动收益	0.52	-0.95	0.32	0.27	0.25
投资净收益	18.98	16.90	16.73	17.16	16.97
营业利润	84.19	143.45	181.14	233.70	294.73
营业外收入	0.06	0.13	0.09	0.10	0.10
营业外支出	0.21	3.57	1.95	2.20	2.35
利润总额	84.03	140.00	179.28	231.59	292.48
所得税	3.86	5.97	7.62	9.82	12.37
净利润	80.18	134.03	171.66	221.77	280.11
少数股东损益	-6.09	8.79	4.07	5.12	5.97
归属母公司净利润	86.26	125.24	167.59	216.66	274.15
EBITDA	99.38	159.54	188.47	236.04	290.59
EPS (元)	1.06	0.96	1.29	1.67	2.11

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	28.78	38.81	27.74	25.96	24.82
营业利润(%)	5.59	70.39	26.27	29.02	26.12
归属母公司净利润(%)	4.35	45.19	33.82	29.28	26.53
获利能力					
毛利率(%)	93.88	94.85	94.91	94.81	94.69
净利率(%)	12.26	12.83	13.44	13.79	13.98
ROE(%)	11.79	14.69	16.86	18.42	19.51
ROIC(%)	71.06	87.15	109.85	156.10	208.99
偿债能力					
资产负债率(%)	22.44	22.18	22.78	22.07	20.97
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.41	3.21	3.19	3.55	3.95
速动比率	4.33	3.20	3.18	3.54	3.94
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.99	1.07	1.14	1.20
应收账款周转率	34.40	42.41	46.28	45.44	44.48
应付账款周转率	14.77	15.49	21.70	21.91	21.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.96	1.29	1.67	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.50	1.54	1.77	2.14
每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.56	7.65	9.05	10.81
估值比率					
P/E	82.66	56.93	42.55	32.91	26.01
P/B	9.75	8.36	7.17	6.06	5.07
EV/EBITDA	64.49	40.17	34.00	27.15	22.05

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188